

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Administração

**PERFORMANCE DO VALUATION DA SUZANO S.A: Um estudo de caso
da reorganização societária**

Gabriela Oliveira Silva

Montes Claros – MG
2023

Gabriela Oliveira Silva

**PERFORMANCE DO *VALUATION* DA SUZANO S.A: Um estudo de caso
da reorganização societária**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
ao Instituto de Ciências Agrárias, da
Universidade Federal de Minas Gerais, como
requisito parcial para a obtenção do título de
Bacharel em Administração

Orientador: Prof. Dr. Handerson Leonidas
Sales

Gabriela Oliveira Silva. **PERFORMANCE DO VALUATION DA SUZANO S.A: Um estudo de caso da reorganização societária**

Aprovado pela banca examinadora constituída por:



Profa. Me. Lucinéia Lopes Bahia Ribeiro – ICA/UFMG



Prof. Dr. André Luiz Mendes Athayde – ICA/UFMG



Prof. Dr. Handerson Leonidas Sales - Orientador ICA/UFMG

Montes Claros-MG, 06 de julho de 2023

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, rendo graças a Deus por ter atendido minhas orações e ter me abençoado com sabedoria e discernimento, principalmente nos dias mais desafiadores. Agradeço a minha família por todo apoio e sustento nesses quatro anos de Academia, sem vocês eu não conseguiria. Agradeço a todo corpo docente que me preparou para chegar até aqui, em especial meu orientador Prof. Dr. Handerson Leônidas Sales, pela paciência, disponibilidade e prontidão em me ajudar, obrigada por ter agarrado mais esse desafio. Agradeço aos meus amigos, em especial Alvaro Felipe e Kesleen Ryan por não medirem esforços para me ajudarem e torcerem por mim.

Meus sinceros agradecimentos a toda comunidade ICA, pelo carinho e compaixão, vocês foram minha família durante essa trajetória acadêmica e o apoio de vocês foi essencial. E a Fundação Mendes Pimentel (FUMP) pela assistência e investimento em mim e em inúmeros acadêmicos, porque sei que, sem o auxílio, os dias, com certeza, seriam mais difíceis. Nesses quatro anos, foi possível vivenciar como o ensino público e de qualidade faz a diferença e muda realidades enraizadas pela desigualdade social, sou grata por ter tido a oportunidade de me graduar em uma universidade pública em que o ensino, a pesquisa e a extensão são a base de futuros profissionais.

“O Caminho para o desenvolvimento social e econômico – seja de um país ou de uma organização – passa necessariamente pela administração.”

(Idalberto Chiavenato)

RESUMO

O ramo de papel e celulose brasileiro tem crescido e se tornado referência mundial em questão de tecnologia, transformação e inovação. Dentro desse cenário, encontra-se a Suzano S.A, empresa que amplia seus olhares para a sustentabilidade e se diferencia perante aos concorrentes. A Suzano S.A, em 2019, passou por uma reestruturação societária em que incorporou a empresa Fibria, destaque na produção de eucalipto, aumentando, assim, seu mercado. Esta pesquisa teve como objetivo verificar a contribuição da reorganização societária da Suzano S.A na performance do seu *valuation*. Para isso, foi utilizado o método do fluxo de caixa descontado para comparação do seu atual *valuation*, em 2022, com o valor *ex ante* à reorganização societária. Após a análise dos resultados, verificou-se que o *valuation*, em 2022, apresentou ascensão, com valor superior em 7,18 vezes o de 2018. Destaca-se, como contribuição desse resultado, o aumento representativo de 41% nas receitas se comparado ao valor presente com o ano de 2018. Isso se deve ao aumento exponencial das vendas e resultado de uma maior adesão do mercado.

Palavras-chave: *Valuation*. Cenário macroeconômico. *Free cash flow*. Reorganização societária.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Processo de incorporação	12
---	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Tratamento dos objetivos	16
Quadro 2 – Hipóteses do estudo	17

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Cálculo do <i>Valuation</i> da Suzano S.A ano de 2018.....	20
Tabela 2 – Cálculo do <i>Valuation</i> da Suzano S.A ano de 2022.....	21
Tabela 3 – Comparação do <i>Valuation</i> a valor presente	21

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
2 REFERENCIAL TEÓRICO	12
2.1 Reorganização Societária pela perspectiva do mercado	12
2.2 <i>Valuation</i> influenciado pelo cenário macroeconômico.....	13
2.3 Estudos sobre o <i>valuation</i> após a reorganização societária	14
2.4 A Reorganização Societária da Suzano S. A	14
3 METODOLOGIA.....	16
3.1 Caracterização da pesquisa	15
3.2 Organização, coleta e filtragem dos dados	16
3.3 Procedimentos metodológicos	16
3.4 Variáveis utilizadas e o método <i>valuation</i>	17
4 RESULTADOS E DISCUSSÕES	20
4.1 Análise dos Dados.....	19
4.2 Peculiaridades do ambiente econômico e do mercado de papel e celulose que podem influenciar no <i>valuation</i>	22
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	24
REFERÊNCIAS	25
 ANEXOS	 29
Anexo A: Dados do Fluxo de Caixa de 2014 à 2018.....	29
Anexo B: Dados do Fluxo de Caixa de 2019 à 2022.....	30

1 INTRODUÇÃO

No mercado competitivo e de constantes transformações econômicas, a entrada de novas empresas no mercado está cada vez mais frequente. Consoante a essa realidade, uma das estratégias de gestão bastantes utilizadas no atual cenário é a reorganização societária, a qual faculta uma companhia a utilizar das modalidades de fusão, cisão e incorporação para se manter à frente do mercado de forma a aumentar sua participação e, concomitantemente, criar obstáculos para novos entrantes.

É perceptível que, na última década, as reorganizações societárias têm se expandido e tomado forças. Conforme divulgação da Dealogic, plataforma de mercados financeiros, o valor investido em reorganizações societárias no Brasil até meados de 2021 foi de US\$ 52,1 bilhões, ultrapassando todo o ano de 2020 (TEDESCHI, 2022). Já na América Latina, no primeiro semestre de 2022, foram realizadas 1.600 reestruturações, sendo o Brasil o líder de transações no período (CUNHA, 2022).

Dentro dessa realidade de reorganização societária, está o caso da Suzano S.A, empresa evidente neste estudo. Desde 1924 em solo brasileiro (SUZANO, 2022), a Suzano S.A, antes da reorganização societária, outrora denominada de Suzano Papel e Celulose, tinha sua atividade voltada para a produção de papel e celulose, sendo a pioneira em produzir em escala industrial de papel e celulose advindos 100% do eucalipto com atenção voltada para sustentabilidade e inovação, evidenciada pelo *slogan* “Nós plantamos o futuro”. A reorganização societária da Suzano foi estratégica, levando em consideração a empresa incorporada Fibria, que atuava no mesmo ramo e se expandia gradativamente.

Ressalta-se que, inerente ao processo de incorporação de uma empresa, encontra-se a necessidade de avaliação de ativos, e uma das técnicas mais utilizadas é a avaliação relativa ou *valuation*. A avaliação relativa calcula o valor para negociação da empresa frente ao mercado (MARTINS; PONTES, 2022). Embasado no que foi citado em um ambiente com constantes mudanças ocorridas a partir da reorganização societária, o valor da organização passa a ser um dos principais indicadores para mensurar os ganhos obtidos pelos investidores.

Considerando a relevância dessa temática, este estudo tem como questão norteadora: a reorganização societária da Suzano S.A contribuiu na performance do seu *valuation*? A fim de atingir a resolução do problema o objetivo geral da pesquisa foi verificar a contribuição da reorganização societária da Suzano S.A na performance do seu *valuation*. Subsidiando o alcance do objetivo geral, estabeleceram-se os seguintes objetivos específicos:

realizar o levantamento dos cinco anos anteriores à reorganização e os anos subsequentes pós reorganização societária da Suzano S.A; desenvolver a análise comparativa sobre os impactos da reorganização para a Suzano S.A; analisar as peculiaridades do ambiente econômico e do mercado que interferem na análise comparativa entre os dois períodos observados.

O presente estudo divide-se em cinco seções. Além da presente seção introdutória, em que os objetivos e o problema são apresentados, esta pesquisa estrutura-se em mais quatro seções: o Referencial Teórico, em que, *a priori*, serão apresentadas as abordagens sobre as classificações de reestruturação societárias, bem como suas peculiaridades; o *valuation* e as influências do cenário macroeconômico; os estudos incrementais da reorganização com a avaliação relativa e a Suzano S.A, a empresa foco, que dará embasamento aos tópicos tratados. *A posteriori*, apresentam-se os Procedimentos Metodológicos, destacando-se a caracterização da pesquisa, o banco de dados e a técnica de análise de dados. Logo após, serão apresentados os resultados obtidos na pesquisa, bem como análise e discussões e, por fim, as Considerações Finais, limitações e sugestões de estudos futuros.

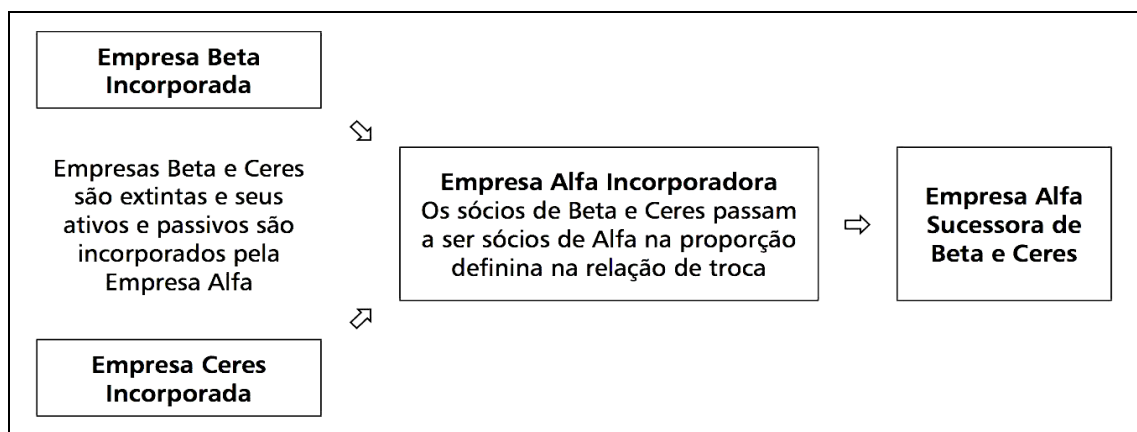
2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Reorganização Societária pela perspectiva do mercado

As organizações, frequentemente, deparam-se com diferentes mudanças no mercado em que atuam, por isso várias estratégias empresariais são tomadas à procura de um diferencial competitivo. Nesse cenário, enquadram-se as reorganizações societárias, que consistem na busca de um “elo comum”, conciliando as peculiaridades organizacionais com o ambiente externo, a fim de traçar a melhor estratégia para ampliação dos mercados (ANSOFF, 1977).

Perez Júnior e Oliveira (2012) dissertam três classificações de reorganizações societária, a saber fusão, cisão e incorporação. A fusão resulta na criação de uma nova empresa, com as características da junção de cada uma das envolvidas, com concomitante agregação do patrimônio líquido das sociedades. Já a cisão admite duas formas: a total, quando ocorre versão da totalidade do patrimônio líquido é transferida para outra empresa, e a parcial, quando ocorre apenas a divisão de parte desse patrimônio. Já a incorporação, modalidade utilizada pela Suzano S.A, é identificada quando as Sociedades incorporadas deixam de existir, sucedendo a incorporadora suas personalidades jurídicas, bem como seus direitos e obrigações. É válido salientar que a transação somente pode ser efetuada com Sociedades que têm o patrimônio líquido positivo, nessa perspectiva, após a incorporação, há o aumento de capital. A seguir, a Figura 1 sintetiza o processo de incorporação.

Figura 1 - Processo de incorporação



Fonte: Perez Júnior e Oliveira (2012, p. 276).

Com a entrada de novos concorrentes no mercado, as estratégias empresariais se tornam mais ousadas, visando crescimento e permanência no mercado (PORTER, 1986). As ramificações que foram apresentadas são formas que as organizações tomam com o propósito de se adaptarem e estarem à frente no mercado, eliminando concorrentes, dificultando novos entrantes e crescendo gradativamente.

Isso posto, o próximo tópico trará uma abordagem voltada para a influência do cenário macroeconômico sob o valor de mercado da organização.

2.2 *Valuation* influenciado pelo cenário macroeconômico

O número elevado de reorganizações mundiais nos últimos anos cativa a maior atenção para mensurar o valor justo e seus resultados. Evidências dessa atenção têm sido reveladas pelas pesquisas cujo objetivo corresponde à avaliação relativa e sua aplicação. O valor de mercado da empresa é um importante fator de tomada de decisão sob reorganização societária, haja vista que representa o valor justo organizacional levantado por analistas do mercado. Martelanc *et al.* (2005) expõem o cálculo do *valuation* como norteador quando se trata de fusões e aquisições, e assumem que as empresas envolvidas na negociação buscam um referencial que atinja o “valor justo”, ou seja, um valor que reflita as expectativas futuras.

Para alcançar uma análise fidedigna no cálculo do *valuation*, é necessário considerar algumas premissas que podem influenciar no resultado da avaliação, a saber: o atual cenário em que a empresa está inserida, as hipóteses comportamentais e as expectativas futuras, além da confiabilidade e a qualidade dos dados, que se torna vital no estudo. Baseando-se nessa conjuntura, o valor justo não é uma ciência exata e sim um apanhado de alegações que buscam contextualizar a realidade atual da empresa (SILVA *et al.*, 2019).

Conforme Assaf Neto (2019), o cálculo do valor justo se torna desafiador, por causa das interferências que podem ser governamentais, econômicas ou mercadológicas, pois, a partir dessas mediações, são necessários julgamentos e premissas que atendam às particularidades de cada empresa e de cada ambiente em que está inserida.

Nesse sentido, Martelanc *et al.* (2005) reafirmam que o valor da organização pode ser alterado pelas intervenções das premissas adotadas e dos divergentes cenários. Todavia, por mais que o cálculo do valor da empresa seja subjetivo, ele é a estimativa base, uma busca por estabelecer um padrão referencial de tendência em torno do cenário macroeconômico (FALCINI, 1995). Complementar a essa visão, Copeland, Koller e Murrin

(2001) explanam que a avaliação de empresas é considerada um norte para gestão organizacional e, a partir dela, é possível incrementar estratégias e aumentar a criação de valor.

2.3 Estudo sobre o *valuation* após a reorganização societária

O estudo feito por Silva *et al.* (2019) destaca a acurácia da simulação do modelo Monte Carlo no processo de avaliação da empresa Ambev através do fluxo de caixa descontado. Os resultados encontrados estão dentro do intervalo de confiança e o *valuation* próximo das médias simuladas. Outro fator que o estudo considerou foi a subjetividade do *valuation*, pois os pesquisadores apontam que, mesmo com a aplicação do método determinístico, podem ocorrer variações no valor justo resultante.

A pesquisa de Borsatto Junior, Correia e Gimenes (2015) também utilizou o método do fluxo de caixa descontado para realizar a apuração do cálculo do *valuation*. O seu estudo levou em consideração o crescimento elevado de uma empresa paranaense e dados de anos anteriores para que o valor justo fosse preciso. Aplicando o mesmo método para calcular o *valuation*, Prado (2018) realizou um estudo na empresa Localiza S.A e concluiu que o macroambiente em que a empresa está inserida interfere no crescimento organizacional e que a tendência é de alta performance. A estratégia competitiva também foi considerada e o diferencial da empresa se dá pelo seu poder de barganha. Por meio dessas variáveis, foi possível aplicar o fluxo de caixa descontado e calcular o *valuation*.

Ademais, é válido salientar que a agregação de valor empresarial pode ser baseada nos bens e serviços oferecidos ou por meio da gestão estratégica. Ambas são suscetíveis à avaliação, tornando-se, na visão do mercado, um possível atrativo para investimento (MIRANDA; REIS; LEMES, 2006). Dessa forma, os motivos das decisões que levam ao aumento do valor de uma empresa podem ser explorados à luz dos investimentos dos acionistas, atração de mais investidores e a geração de crescimento empresarial, haja vista que, ao agregar valor, haverá uma maior possibilidade de maximizar as riquezas que foram investidas e de garantir a perpetuidade da organização (CABELLO; PARISI, 2008).

Expostos os estudos acerca do *valuation* juntamente com as variáveis pertencentes ao cenário macroeconômico, a próxima seção irá detalhar a empresa foco deste estudo.

2.4 A Reorganização Societária da Suzano S.A

A Suzano Papel e Celulose foi fundada em 1924 por um imigrante ucraniano¹, que por meio de estudos modificou a forma com que o papel e a celulose eram utilizados. Através da biotecnologia e a produção *in vitro* levaram a otimização dos recursos em escala mundial, tornando a Suzano modelo de sustentabilidade e inovação (SUZANO, 2022).

Em outro viés, a empresa incorporada, Fibria, advém de um histórico de reestruturações. Anteriormente denominada Aracruz Florestal, foi inaugurada em 1967 por um imigrante norueguês² com o objetivo de plantação de eucalipto. Sua capacidade de produção chegava a 525 mil toneladas por ano, considerada relevante pelo mercado. Em 2009, houve a incorporação da Aracruz pela VCP, Votorantim Celulose e Papel, dando origem à Fibria. Por meio da junção, foi possível potencializar os investimentos e manter o compromisso com a inovação, através da diversidade dos negócios (SUZANO, 2022).

Em julho de 2018, o anúncio da incorporação da empresa modelo de inovação e sustentabilidade com uma das maiores produtoras de eucalipto foi levado ao público. Uma transação efetuada em janeiro de 2019, no valor de 36 bilhões de reais, tornou a Suzano S.A a maior produtora de celulose do mundo (G1, 2019). Perante esse histórico, a avaliação relativa da Suzano será comparada, anterior e posterior ao seu processo de reestruturação societária.

¹ Imigrante Ucraniano fundador da Suzano Papel e Celulose é denominado Leon Feffer. Ele foi responsável por inovações nas indústrias, sendo o pioneiro na fabricação de papel por meio do eucalipto, influenciando de forma positiva a economia brasileira (PIONEIROS & EMPREENDEDORES, 2019).

² Imigrante Norueguês fundador da Aracruz Florestal é denominado Erling Lorentzen, que iniciou a plantação florestal com o objetivo inicial de exportação de cavaco. Mas, visando agregação de valor na industrialização, desenvolveu o processamento da celulose, que, em 1967, tornou-se a Aracruz, sendo modelo de produção de celulose (A GAZETA, 2021).

3 METODOLOGIA

3.1 Caracterização da pesquisa

Embasado nos objetivos citados anteriormente, o atual estudo possui caráter descritivo e exploratório. As pesquisas descritivas utilizam a coleta de dados padronizados e têm como propósito central descrever as peculiaridades de determinados fenômenos ou estabelecer relações entre variáveis (GIL, 2002). Quanto à abordagem da pesquisa, é qualiquanti, porque além de buscar interpretações subjetivas quanto à observação dos fatos utiliza fórmulas e banco de dados

3.2. Organização, coleta e filtragem dos dados

A pesquisa tem como base a estimação do valor da empresa em estudo através da projeção de variáveis com níveis de incerteza, como o fluxo de caixa e o custo de capital, por meio do *Free Cash Flow*. Esse modelo, também denominado de avaliação relativa, utiliza o fluxo de caixa descontado. Vários autores citam o fluxo de caixa descontado como sendo o método mais complexo em se tratando de avaliação de empresas (MULLER; TELÓ, 2003; SOUTE *et al.*, 2008).

Foi realizada uma análise histórica dos dados da Suzano S.A de 2014 até 2022, período anterior e posterior ao processo de reorganização societária. As ferramentas para a coleta e filtragem dos dados foram a B3, a plataforma Economatica[®], a página institucional da empresa e o *software* Microsoft Excel.

3.3 Procedimentos metodológicos

O tratamento que foi dado aos objetivos específicos da pesquisa se encontra no Quadro 1, abaixo, por meio da coleta, organização e aplicação do fluxo de caixa descontado através do qual foi possível realizar uma análise aprofundada do cálculo do *Valuation*, levando em consideração cenários do mercado.

Quadro 1 – Tratamento dos objetivos

Objetivos específicos	Tratamento
Realizar o levantamento dos cinco anos anteriores à reorganização e os anos subsequentes à pós reorganização societária da Suzano S.A.	Coleta de dados pela B3, <i>software</i> Economatica® e <i>site</i> institucional da Suzano S.A; Organização dos dados pelo Microsoft Excel.
Desenvolver a análise comparativa sobre os impactos da reorganização para a Suzano S.A.	Análise comparativa pelo fluxo de caixa descontado; Interpretação subjetiva sobre os impactos.
Analisar as peculiaridades do ambiente econômico e do mercado que interferem na análise comparativa entre os dois períodos observados.	Identificação de possíveis interferências do ambiente no resultado do <i>Valuation</i> obtido nos períodos anteriores e posteriores à reorganização.

Fonte: Autora (2022)

Ademais, a performance da empresa Suzano S.A pela perspectiva do *valuation* foi analisada em duas hipóteses apresentadas no Quadro 2, que mais adiante foram definidas pelos resultados de *valuation* obtidos antes e após a sua reestruturação societária.

Quadro 2 – Hipóteses do estudo

Hipótese	Descrição
H0	A Suzano S.A. não aumentou o seu valor de mercado (<i>valuation</i>) após sua reorganização societária.
H1	A Suzano S.A. aumentou o seu valor de mercado (<i>valuation</i>) após sua reorganização societária.

Fonte: Autora (2022)

3.4 Variáveis Utilizadas e o Método *valuation*

A metodologia de determinação do valor de mercado envolve os seguintes aspectos: a projeção do fluxo de caixa; o cálculo do valor presente dos fluxos futuros; a determinação da taxa de desconto (*Weighted Average Cost of Capital*) e a estimativa do valor da empresa. É importante ressaltar que os dados trabalhados foram convertidos em dólares como referência da unidade monetária estável. Essa medida de atualização monetária foi aplicada para evitar os efeitos das oscilações de preços.

Para que seja feita a projeção do fluxo de caixa, é necessário consultar os demonstrativos contábeis da empresa a fim de estimar a quantidade de entradas e saídas de caixa. O fluxo de caixa é importante para o cálculo do *valuation* porque é por meio dele que os investidores têm o espelho da capacidade de remuneração de seus investimentos. Outrossim, é preciso identificar o fluxo de caixa livre, pois esse fluxo representa, em valores monetários, a capacidade de a empresa remunerar acionistas. No caso do fluxo de caixa livre a

partir do fluxo de caixa operacional, inclui-se, além dos acionistas, a remuneração do capital de terceiros. A fórmula do Fluxo de Caixa Livre consiste no fluxo de caixa operacional diminuído do CAPEX e variação das necessidades de capital de giro, sendo o CAPEX o montante despendido na aquisição e manutenção de bens de capital.

Por meio do fluxo de caixa livre, é possível analisar se a empresa é forte geradora de caixa. Um ponto crucial nessa análise são as tendências históricas, pois, por meio da análise atemporal, é possível identificar se a empresa está aumentando ou diminuindo seu fluxo de caixa livre ao longo dos anos.

No que diz respeito ao cálculo do valor presente, é necessária cautela, pois há incertezas quanto às projeções de fluxos de caixa futuro e ao custo de capital estabelecido. O cálculo do valor presente é apresentado a seguir (ASSAF NETO, 2019):

$$VP = \frac{VF}{(1 + i)^n}$$

Sendo:

VP = Valor Presente

VF = Valor Futuro

i = Taxa (custo do capital)

n = Prazo

Ao investir em um ativo com maior risco, a expectativa do investidor é esperar maior retorno, ou seja, quando um ativo possui oscilações e dispersões em seus resultados, o investido exige maior retorno. Diante disso, a taxa de desconto (*Weighted Average Cost of Capital* - WACC) integra estimativas do custo de oportunidade do capital próprio e o de terceiro, segundo as expectativas desses investidores perante o risco assumido.

A fórmula para o cálculo do WACC corresponde a (ASSAF NETO, 2019):

$$WACC = \% CP (rp) + \% CT (rt)$$

Sendo:

CP = % Capital Próprio

Rp = Custo de capital próprio (taxa livre de risco + prêmio de risco do ativo)

CT = % Capital de Terceiros

rt = Custo de capital de terceiros (taxa de juros que a empresa paga sobre os seus empréstimos descontado sobre a dívida o benefício fiscal dos impostos sobre a renda).

Após a projeção do fluxo de caixa, do cálculo do valor presente e da determinação da taxa de desconto, é possível obter a estimativa do valor da empresa pelo fluxo de caixa descontado, considerando cinco anos de estimativa de taxa de crescimento com base em seu histórico e, posteriormente, o fluxo de caixa em perpetuidade.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

As reestruturações das organizações têm como proposição melhorar, ampliar e diversificar os negócios das empresas. Aliado a isso, a gestão empresarial se torna um importante instrumento para direcionar a nova organização (PASSOS; VILAR, 2010). A Suzano S.A, que se reorganizou em janeiro de 2019 por meio da incorporação, alcançou novos mercados e expandiu seu capital. Dessa forma, através da reorganização, o seu valor de mercado ascendeu, tornando-se referência no ramo de papel e celulose.

Em congruência com as afirmações de Passos e Vilar (2010) e com o propósito de atingir o objetivo da pesquisa, a performance que levou a alcançar o *valuation* da Suzano S.A pós reorganização foi analisada e comparada ao seu valor *ex-ante*, a fim de dimensionar o aumento de valor de mercado em consequência a essa decisão de incorporação. O período da análise foi do ano de 2014 a 2022, sendo o ano de referência 2018, ano que antecedeu a reorganização societária. Os resultados obtidos na presente pesquisa apontam que a reorganização contribuiu na performance do *valuation* considerando o retorno no longo prazo.

4.1 Análise dos Dados

Para chegar ao resultado da pesquisa, foram sequenciadas etapas para aplicação do fluxo de caixa descontado, são elas: a análise histórica do desempenho do *free cash flow* da empresa, o custo médio ponderado de capital (WACC), a projeção de valores em perpetuidade, o cálculo do valor presente do *free cash flow* projetados pela média dos últimos cinco anos e, por fim, cálculo do *valuation*.

A seguir, a Tabela 1 demonstra a aplicação do cálculo do *valuation* da Suzano S.A, tomando como base o ano de 2018 e, *a posteriori*, a análise dos anos subsequentes.

Tabela 1 – Cálculo do Valuation da Suzano S.A ano 2018

Intervalo de Projeção	0	1	2	3	4	5**
Anos Projetados	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Taxa do PIB*	-	2,48%	2,55%	2,58%	2,56%	2,51%
Free Cash Flow	228.544,97	234.212,89	240.185,31	246.382,10	252.689,48	259.031,98
Free Cash Flow a Valor Presente	766.430,51	212.611,55	197.924,06	184.305,10	171.589,79	-
Perpetuidade a Valor Presente	2.299.303,21	-	-	-	3.386.038,99	-
Valuation	3.065.733,72	-	-	-	-	-

Fonte: Dados da pesquisa

Nota: Valores em dólares. WACC = 10,16% do segmento papel celulose (INSTITUTO ASSAF, 2023)

* Relatório do IPEA expectativa de crescimento do PIB (RCIPEA, 2023)

** Free Cash Flow em perpetuidade.

Tendo como transparência os dados da Tabela 1, o valor do *free cash flow* da empresa em 2018 foi obtido pela média dos anos de 2013 a 2018 e para os demais anos projetou-se essa variável a partir do resultado da média de 2018 acrescentando a expectativa de crescimento PIB (RCIPEA, 2023). Já o custo médio ponderado de capital (WACC) foi obtido pelo Instituto Assaf Neto, por meio do ramo de papel e celulose (INSTITUTO ASSAF, 2023). A partir desse impulsionamento, o valor presente foi orçado ao ano base, trazendo as projeções do *free cash flow* a valor presente, no ano de 2018, visto que a reestruturação societária da Suzano S.A ocorrera no ano sucessor.

Dando prosseguimento à análise, o valor em perpetuidade foi baseado no modelo de Gordon e consiste na divisão do valor em perpetuidade, 2023, pelo WACC diminuído pela expectativa de crescimento em perpetuidade da Suzano, a qual obedeceu ao próprio crescimento do PIB de 2023. Logo, mediante a apuração dos resultados, temos o valor do *valuation*, resultado da soma do valor presente com o valor em perpetuidade. Assim sendo, a avaliação relativa da empresa, em 2018, foi de US\$ 3.065.733,72.

Outrossim, a sequência do estudo se baseia nos anos subsequentes de 2023 a 2026 e em perpetuidade. A Tabela 2 indicará os valores e resultados obtidos no cálculo do *valuation* a partir da análise do *Free Cash Flow* da Suzano, tendo como parâmetro o ano de 2022.

Tabela 2 – Cálculo do *Valuation* da Suzano S.A ano 2022

Intervalo de Projeção	0	1	2	3	4	5**
Anos Projetados	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Taxa do PIB*	-	1,50%	2,10%	2,10%	2,10%	2,32%
<i>Free Cash Flow</i>	2.024.184,82	2.054.547,60	2.097.693,09	2.141.744,65	2.186.721,29	2.237.453,22
<i>Free Cash Flow</i> a Valor Presente	6.911.620,36	1.891.500,27	1.777.916,50	1.671.237,97	1.570.920,61	-
Perpetuidade a Valor Presente	25.513.745,61	-	-	-	35.515.130,49	-
<i>Valuation</i>	32.425.365,96	-	-	-	-	-

Fonte: Dados da pesquisa

Nota: Valores em dólares. WACC = 8,62% do segmento papel celulose (INSTITUTO ASSAF, 2023)

* Relatório do IPEA expectativa de crescimento do PIB (RCIPEA, 2023)

** *Free Cash Flow* em perpetuidade

Os resultados apresentados na Tabela 2 obedeceram aos mesmos procedimentos dos cálculos realizados na Tabela 1, tendo como base o ano de 2022. Os valores obtidos de *valuation* e os valores futuros encontrados sofreram um aumento representativo, haja vista que esse valor foi superior em 10,5 vezes em relação ao valor de 2018. No entanto, para uma justa comparação, faz-se necessário trazer a valor presente de 2018 o *valuation* obtido em 2022, descapitalizado à taxa de custo de capital de 10,16% (2018), conforme tabela a seguir:

Tabela 3 – Comparação do *Valuation* a valor presente

Anos	2018	2022
<i>Valuation</i> antes da reorganização societária	3,065,733.72	-
<i>Valuation</i> após a reorganização societária	22,018,573.40	32,425,365.96

Fonte: Autora (2023)

Nota: Valores em dólares.

Ao realizar comparações do *valuation* a valor presente no ano de 2018, observa-se que o aumento continuou representativo, haja vista que representou 7,18 vezes a mais de *valuation* em comparação ao valor de 2018. Diante disso, aceita-se a hipótese H1: a Suzano S.A. aumentou o seu valor de mercado (*valuation*) após sua reorganização societária.

É importante ressaltar que o ano de 2020 foi um marco histórico mundial em função da pandemia da COVID-19, haja vista que afetou vários setores da economia inclusive o de papel e celulose (CORDEIRO; NEVES, 2021). Em consequência disso, o cálculo do fluxo de caixa da Suzano S.A acusou, em 2020, mutações representativas. Em função dessa condição atípica, os dados de 2020 foram excluídos do cálculo da média do *free cash flow* de 2022.

É evidente que o valor do *valuation* de 2018 comparado ao de 2022 sofreu aumento, tendo como principal motivo o crescimento da sua participação no mercado de papel celulose e, concomitantemente, o atual cenário macroeconômico favorável desse setor.

Apesar de a empresa ter perpassado pela pandemia e sofrido impactos temporários, o fator sistêmico de aquecimento do mercado internacional favoreceu as mudanças estruturais de aumento de capital, deixando claro que a tendência do valor de mercado é de ascensão quando se considera o valor em perpetuidade.

4.2 Peculiaridades do ambiente econômico e do mercado de papel e celulose que podem ter influenciado no aumento do *valuation*.

O fluxo de caixa livre é um importante indicador quando se trata de tomada de decisão. Na visão de mercado, é natural que os acionistas busquem investir em empresas com maior probabilidade de retorno, pois um *free cash flow* com rápido aumento demonstra uma maior perspectiva de futuro (LERNER; VICTOR, 2020). A reorganização societária da Suzano foi validada no mercado pelo representativo aumento do seu caixa livre e consequente aumento do *valuation*, a partir da reorganização societária, o que atende, certamente, às expectativas dos acionistas que buscaram investir na empresa, a fim de maximizar seus retornos.

Ademais, o aumento expressivo do fluxo de caixa livre da Suzano S.A foi acompanhado de dispersão elevada, evidenciado pelo desvio padrão de US\$ 352,982.96 da média de US\$228,544.97 dos últimos cinco anos, o que equivale a um coeficiente de variação elevado de 154%¹. Outrossim, analisando a dispersão do triênio de 2019, 2021 e 2022, o desvio padrão atingiu o valor de US\$ 436,953.31 da média de 2,024,184.82, o que equivale a um coeficiente de variação de 22% considerado moderado. Essa redução da dispersão do fluxo de caixa livre ocorreu após 2018, podendo ser consequência da reorganização societária da Suzano.

Além disso, a incorporação da Fibria ampliou o mercado de atuação da Suzano, o que proporcionou um aumento médio das vendas de 52% nos anos posteriores à reorganização em relação ao ano 2018. Ao realizar uma análise vertical sobre suas Demonstrações de Resultados, é possível perceber que os Custos de Produção, após a reorganização societária, passaram a representar uma média de 68% em relação às vendas da

¹ Coeficiente de Variação elevado corresponde a valores iguais ou acima de 30% e moderado para resultados maiores que 15% e menores que 30%, segundo Martins e Theóphilo (2009, p. 116).

empresa. Essa relação passou a ser maior que a ocorrida anteriormente à reorganização, cujo percentual médio era de 61% (últimos cinco anos). Todavia, quando se leva em consideração o lucro antes dos juros e o imposto de renda (EBIT), ocorre um aumento de 180% e 236% nos anos de 2021 e 2022, respectivamente, se comparados ao ano de 2018. Já as receitas da Suzano S.A, quando levados em comparação os anos de 2018 e 2022, alcançou um percentual de 78%, o que demonstra aumento após a reorganização. Essas alterações provocaram o aumento do *free cash flow* e, conseqüentemente, contribui para que a Suzano se tornasse uma grande potência no ramo de papel e celulose.

Quando considerado o ambiente macroeconômico, há contingências, como a pandemia da COVID-19, que afetou, de forma temporária, os avanços do setor de papel e celulose (CORDEIRO; NEVES, 2021). Ao analisar os impactos da pandemia sobre a empresa Suzano, é possível perceber a diminuição da sua receita líquida, essa diminuição, além de ter afetado a receita, afetou também as despesas com as vendas, que sofreram um aumento representativo de 62%.

Outra contingência foi a guerra da Ucrânia e Rússia que abalou vários setores no mundo. Ao fazer uma análise microeconômica, é possível identificar a interferência nas exportações nacionais prejudicadas por esse acontecimento. A Suzano, referência em exportação, tendo consumidores em mais de 100 países, foi afetada de forma direta, pois, por mais que os países guerrilheiros não importam papel e celulose do Brasil, a Rússia fornecia energia em grande escala para operações de empresas nacionais. Com a escassez dessa energia, ocasionada pela guerra, conseqüentemente houve elevação dos custos de produção e redução da demanda do mercado de papel e celulose (GOULART, 2022).

Por conseguinte, há, também, a influência da desvalorização do Real. A Suzano registrou uma queda em seu lucro líquido de 98,2% em 2022 comparada a 2021. Essa variação negativa é resultante da marcação a mercado e das operações com derivativos. As variações cambiais e monetárias influenciaram negativamente o resultado financeiro em R\$4,46 bilhões, correlacionado à desvalorização do Real, que foi de 11% quando comparado ao dólar (HIRATA, 2022). Pode -se observar que, mesmo com o aumento das vendas, a desvalorização da moeda impactou negativamente no resultado financeiro da Suzano, o que oportuniza olhares para a exportação.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo verificar a contribuição da reorganização societária da Suzano S.A na performance do *valuation* e como essa influência foi refletida no caixa livre da empresa, considerando o ambiente macroeconômico. A ênfase da pesquisa foi no fluxo de caixa descontado e, a partir dele, foi possível obter o *free cash flow* e calcular o valor da empresa no mercado.

A aplicação da avaliação relativa anterior e posterior à reorganização societária auxiliou na identificação de ganhos superiores às perdas provenientes dos fatores sistêmicos que influenciaram na tomada de decisão. Foi possível, por meio da aplicação do *valuation*, detectar possíveis acréscimos futuros para a organização após o processo de reorganização. Os resultados futuros trazidos a valor presente indicaram que o investimento foi favorável em aumento do *valuation* da empresa em estudo.

Neste trabalho, os valores da avaliação relativa da Suzano S.A comparados anterior e posteriormente à reorganização societária apontam que a tomada de decisão pela incorporação aparentemente foi assertiva. Por mais que o cálculo do *valuation* seja subjetivo, por considerar projeções do ambiente externo, a avaliação acusa os ganhos proporcionados pela tomada de decisão. Sendo assim, esse método colabora para compreender como medida de mensuração os ganhos e/ou perdas existentes em um ambiente de risco e incertezas.

É importante ressaltar que o ramo de papel e celulose tem se expandido e se tornado um grande percursor de inovação. Evidência disso foi a reorganização societária da Suzano S.A, que foi tão bem-sucedida que a empresa investiu em mais um processo de reorganização, incorporando os ativos da empresa Kimberly-Clark no primeiro semestre de 2023. Por meio dessa nova reorganização, a Suzano, além de já ser uma potência no ramo de papel e celulose, agora é líder no mercado brasileiro no segmento de papel higiênico. Como supracitado na pesquisa, as empresas que se reorganizam buscam um elo comum, por meio dele crescem e se desenvolvem no ramo de atuação.

Por fim, este trabalho apresentou limitações por não ter avançado na análise dos dados fundamentalistas nos quesitos econômicos, financeiros e da sua estrutura de capital. Recomenda-se, para trabalhos futuros, realizações de pesquisas sobre a avaliação relativa aprofundadas no atual contexto macroeconômico para identificar as possíveis limitações e os fatores colaborativos para a tomada de decisão levando a empresa à reorganização societária.

REFERÊNCIAS

A GAZETA. Morre o empresário norueguês Erling Lorentzen, fundador da antiga Aracruz Celulose. **A GAZETA**, São Paulo, 9 de mar. 2021. Disponível em: <https://www.agazeta.com.br/es/obituario/morre-o-empresario-erling-lorentzen-fundador-da-antiga-aracruz-celulose-0321>. Acesso em 4 de dez. 2022.

ASSAF NETO, A. **Valuation: Métricas de Valor e Avaliação de Empresas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2019.

BORSATTO JUNIOR, J; CORREIA, E; GIMENES, R. Avaliação de Empresas pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado: O caso de uma Indústria de Ração Animal e Soluções em Homeopatia. **Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 26, n. 2, p. 90-113, 2015.

CABELLO, O; PARISI, C. Análise das práticas de gestão baseada em valor: um estudo de caso em usina açucareira do Brasil. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Santa Catarina, v. 5, n. 9, p.113-130, jan/jun. 2008.

COPELAND, T; KOLLER, T; MURRIN, J. **Avaliação de Empresas “Valuation”**: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas. 3. ed. São Paulo: Pearson, 2001.

CORDEIRO, J; NEVES, M. Efeitos da Pandemia por Covid-19 no setor de Celulose e Papel. **POYRY**, São Paulo, 10 de ago. 2021. Disponível em: <https://www.poyry.com.br/artigos/efeitos-da-pandemia-por-covid-19-no-setor-de-celulose-e-papel>. Acesso em 19 jun.de 2023.

CUNHA, J. Mercado de fusões e aquisições mantém aceleração na América Latina, diz estudo. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 19 set. 2022. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/painelsa/2022/09/mercado-de-fusoes-e-aquisicoes-mantem-aceleracao-na-america-latina-diz-estudo.shtml>. Acesso em: 8 out. 2022.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

ECONOMATICA®. **Tools for Investment Analysis**. Disponível em: <https://economatrica.com/> Acesso em: 11 maio de 2023.

FALCINI, P. **Avaliação econômica de empresas: Técnica e Prática**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

G1. Acionistas da Suzano aprovam incorporação da Fibria. **Globo**. São Paulo, 01 abr. 2019. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/04/01/acionistas-da-suzano-aprovam-incorporacao-da-fibria.ghtml>. Acesso em: 8 out. 2022.

GIL, A. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GOULART, J. O Efeito da Guerra da Ucrânia no Setor de Madeira, Papel e Celulose. **VEJA**. São Paulo, 18 mai. 2022. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/coluna/radar-economico/o-efeito-da-guerra-da-ucrania-no-setor-de-madeira-papel-e->

celulose#:~:text=De%20acordo%20com%20%C3%A9ria%20Dprima%20russa. Acesso em 20 de jun. de 2023.

HIRATA, T. Com desvalorização do dólar, lucro trimestral da Suzano (SUZB3) recua 98% em um ano. **Valor Investe**. São Paulo, 27 de jul. de 2022. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2022/07/27/com-desvalorizacao-do-dolar-lucro-trimestral-da-suzano-recua-98percent-em-um-ano.ghtml>. Acesso em 20 jun. de 2023.

INSTITUTO ASSAF. **Indicadores de Desempenho e Valor de Balanços**. Disponível em: <https://www.institutoassaf.com.br/indicadores-e-demonstracoes-financeiras/nova-metodologia/indicadores-de-desempenho-e-valor-de-balancos/>. Acesso em 8 jun. de 2023.

MARTELANC, R.; TRIZI, J.; PACHECO, A.; PASIN, R. Utilização de metodologias de avaliação de empresas: resultados de uma pesquisa no Brasil. In: VIII SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO FEA/USP – SEMEAD. **Anais eletrônicos...** São Paulo: USP, 2005. Disponível em: <http://sistema.semead.com.br/8semead/resultado/trabalhosPDF/315.pdf>. Acesso em: 31 out. 2022.

MARTINS, G; THEÓPHILO, C. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MARTINS, O; PONTES, F. **O Investidor em Ações de Dividendos: O Dividend Investing como Estratégia de Investimentos para Criar Riqueza com Empresas que Crescem e Pagam Dividendos**. São Paulo: T C, 2022.

MIRANDA, G; REIS, E; LEMES, S. Valor de Empresas: uma abordagem do fluxo de caixa descontado. **Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 17, n. 3, p. 45-65, jul/set. 2006.

MÜLLER, A; TELÓ, A. Modelos de avaliação de empresas. **Revista da FAE**, Curitiba, v. 6, n. 2, p. 97-112, maio/dez. 2003.

PRADO, M. **Avaliação relativa e por fluxo de caixa descontado da empresa Localiza S.A.** 2018. 112 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Administração) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2018.

PASIN, R. **Avaliação relativa de empresas por meio da regressão de direcionadores de valor**. 2004. 194 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

PASSOS, G.; VILAR, E. Ágio em operações de incorporação reversa indireta: um estudo sob o ponto de vista contábil e fiscal. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE. **Anais eletrônicos...** São Paulo: USP, 2010. Disponível em: <https://congressousp.fipecafi.org/anais/artigos102010/238.pdf>. Acesso em: 11 out. 2022.

PEREZ JUNIOR, J; OLIVEIRA, L. **Contabilidade Avançada**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

PIONEIROS&EMPREENDEDORES. Leon Feffer. **FEA/USP**. São Paulo, 2019. Disponível em: <https://pioneiros.fea.usp.br/leon-feffer/>. Acesso em 4 dez. 2022.

PORTER, M. **Estratégia Competitiva**. 7. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 1986.

RCIPEIA. **Repositório do Conhecimento do IPEIA**. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/>. Acesso em 8 jun. de 2023.

SCHOSSLER, A; WELLE, D. As Consequências da Guerra na Ucrânia para o Brasil. **Globo**. São Paulo, 24 de fev. de 2023. Disponível em: <https://g1.globo.com/mundo/ucrania-russia/noticia/2023/02/24/as-consequencias-da-guerra-na-ucrania-para-o-brasil.ghhtml>. Acesso em 20 de jun. 2023.

SILVA, C; BATISTA, A; SALES, H; PENHA, R. aplicação do modelo *Monte Carlo* na avaliação da empresa ambev com custo de capital impreciso. **Revista ENIAC pesquisa**, Guarulhos, v. 8, n. 1, p. 154-176, jan/jun. 2019.

SOUZA, G; FACCIN, K. Impactos econômico-financeiros em uma incorporação societária: um estudo do caso Lupatech s.a. X San Antonio Brasil S.A. In: VII SEMINÁRIO DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS DA FSG. **Anais eletrônicos...**Serra Gaúcha: FSG, 2013. Disponível em: <https://ojs.fsg.edu.br/index.php/anaiscontabeis/article/view/105-120>. Acesso em: 14 nov. 2022.

SOUTE, D; MARTINS, E; SCHVIRCK, E; MACHADO, M. Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. **Revista UnB Contábil**, v. 11, n. 1-2, p.1-17, jan/dez. 2008.

SUZANO. **História**. Disponível em: <https://www.suzano.com.br/a-suzano/historia>. Acesso em: 11 out. 2022.

TEDESCHI, U. Reorganização societária: como funciona? **Monitor Mercantil**, São Paulo, 14 abr. 2022. Disponível em: <https://monitormercantil.com.br/reorganizacao-societaria-como-funciona/>. Acesso em: 8 out. 2022.

VELTER, F.; MISSAGIA, L. R. **Contabilidade Avançada**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

ANEXOS

Anexo A: Dados do Fluxo de Caixa de 2014 à 2018

	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
+Receita liquida operac	2663955,651	2583923,633	2802834,525	2840909,311	3320244,142
-Custo Produtos Vendidos	1829294,481	1417149,662	1750345,801	1701480,653	1590185,042
=Lucro Bruto	834661,1701	1166773,971	1052488,724	1139428,658	1730059,1
-Desp (receit) operac	402399,2922	438337,1748	614537,1422	216717,3519	517143,8526
+Despesas com Vendas	263149,9887	226167,2813	266554,8771	267366,0822	276867,4512
+Despesas administrativ	134387,4708	104974,6466	116698,1682	146405,3809	190643,13
+Per p/ nao recuper de at	0	0	0	0	0
-Outras rec operacionais	21252,16475	7337,12354	9188,733086	78109,43168	15381,9552
+Outras Despesas Operac	19646,11099	36115,0379	291847,7494	29988,5127	38039,89883
-Equivalenc patrimonial	-6467,886454	78417,33251	51374,91946	148933,1923	26975,32776
=Lucro antes jur&imp					
EBIT	432261,8779	728436,7957	437951,5817	922711,3059	1212915,247
+Resultado financeiro	-575883,5931	1081226,439	312229,7567	249900,2418	1173468,308
+Receitas Financeiras	97603,34312	70206,41262	654275,1066	109713,1197	112149,7884
-Despesas Financeiras	673486,9362	1151432,852	342045,3499	359613,3616	1285618,096
=LAIR	-143621,7152	352789,6435	750181,3384	672811,0641	39446,9392
Devolução Resultado Fin.	432.261,88	728.436,80	495.119,68	444.055,30	26.034,98
NOPAT	285.292,84	480.768,29	289.048,04	608.989,46	800.524,06
Depreciação	453.127,78	359.087,02	425.611,06	420.674,73	394.315,32
Fluxo de Caixa das Operações	738.420,62	839.855,31	714.659,10	1.029.664,19	1.194.839,38
(-) Capex	-534.342,29	-377.196,27	-719.528,09	-557.022,07	-628.361,21
(-) Variação do Capital de Giro	-509.179,28	-221.876,92	403.071,09	283.495,16	-513.773,87
Free Cash Flow da Empresa	-305.100,96	240.782,11	398.202,10	756.137,29	52.704,30

Fonte: Software Economatica®

Anexo B: Dados do Fluxo de Caixa de 2019 à 2022

	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
+Receita liquida operac	4686286,005	4614169,377	4952401,219	5894493,934
-Custo Produtos Vendidos	3103553,229	3022511,402	3337365,469	4412664,584
=Lucro Bruto	1582732,776	1591657,975	1615035,75	1481829,35
-Desp (receit) operac	1061526,534	202179,2676	1781975,988	2590532,227
+Despesas com Vendas	435733,7435	269740,0273	274284,0247	317420,511
+Despesas administrativ	214435,2098	230729,1166	235383,9262	272409,6824
+Per p/ nao recuper de at	0	0	0	0
-Outras rec operacionais	104259,3098	100262,8591	295214,9449	223663,4916
+Outras Despesas Operac	596717,6917	36850,88614	22921,9604	47030,49236
-Equivalenc patrimonial	81100,80135	639236,4385	2019350,954	3003729,421
=Lucro antes jur&imp EBIT	521206,2421	1793837,243	3397011,737	4072361,577
+Resultado financeiro	-1602220,21	5235371,486	1860339,934	1350703,758
+Receitas Financeiras	92299,60057	52498,12381	40445,12141	2249201,181
-Despesas Financeiras	1694519,811	5287869,61	1900785,055	898497,4222
=LAIR	-1081013,968	3441534,243	1536671,804	5423065,335
Devolução Resultado Fin.	521.206,24	1.793.837,24	1.014.203,39	3.579.223,12
NOPAT	343.996,12	1.183.932,58	2.242.027,75	2.687.758,64
Depreciação	1.804.010,72	1.245.474,63	1.203.866,14	1.388.430,34
Fluxo de Caixa das Operações	2.148.006,84	2.429.407,21	3.445.893,89	4.076.188,98
(-) Capex	-563.289,00	-862.123,85	1.082.051,97	3.215.821,91
(-) Variação do Capital de Giro	-72.915,87	117.204,57	215.683,36	1.120.860,15
Free Cash Flow da Empresa	1.511.801,97	1.684.487,93	2.579.525,28	1.981.227,22

Fonte: Software Economatica®