

Fibria

2017 surpreendeu positivamente e 2018...

Raio-X

A Fibria é uma das líderes mundiais em termos de capacidade de produção de celulose (7,250 mi tons), e se destaca por possuir um dos menores custos caixa de produção mundialmente, com tendência de redução nos próximos anos. Hoje, o custo caixa é de US\$ 218/ton, caminhando para US\$ 165/ton se considerarmos a entrada dos novos projetos e melhorias operacionais. A empresa é predominantemente exportadora, com isso, seu fluxo de caixa, e consequentemente as ações, sofrem influência direta da flutuação cambial.

Oferta e demanda: o que aconteceu em 2017

Antes de entender o balanço entre oferta e demanda, precisamos olhar para o mercado como um todo. O mercado global de celulose de fibra virgem (sem considerar reciclagem) soma 170 mi de tons/ano, sendo que 82% deste total utiliza o processo químico. Só que apenas 41% deste total vai para o mercado, já que o restante é integrado. Fibra curta representa cerca de 54% deste volume anterior e eucalipto soma 67% da fibra longa. Neste mercado a Fibria detém cerca de 23% do mercado global. As expectativas em relação ao equilíbrio entre oferta e demanda foram todas superadas positivamente, ou seja, a entrada de novas ofertas (líquidas) não aconteceu (na verdade ocorreu fechamento líquido de aproximadamente 230 mil tons) e a demanda veio crescendo dentro das expectativas, ou seja, expansão de ~1,3 mi tons.

Preços de celulose

Com demanda crescente e oferta em declínio, os preços não poderiam ter comportamento diferente: todas as projeções foram superadas. As projeções iniciais para a fibra curta (entregue na Europa) para o ano de 2017 rodavam na casa dos US\$670/ton, mas o que vimos foi a fibra subindo (quase que) mensalmente, superando os US\$ 900/ton no final de 2017. Este movimento tem continuado neste começo de 2018, mostrando força consistente no lado da demanda.

Cenário de médio/ longo prazo

O atual momento de preços/demanda de celulose é o melhor período já passado pelo setor desde o final dos anos 90. Sem a entrada programada de grandes capacidades (além daquelas já conhecidas) ao longo dos próximos 3 anos, não acreditamos que os preços de celulose cairão drasticamente neste período. Com o ramp-up da planta de Horizonte 2 da Fibria, a cia deverá expandir as receitas, como reduzir o custo de produção, ou seja, deveremos ver cia com forte geração de caixa e consistente redução da alavancagem nos próximos anos. Se olharmos para o cambio, consideramos que poderia ser um "upside risk" para o longo prazo, ou seja, poderemos ver um dólar mais valorizado no longo prazo, o que é bastante benéfico para as operações da cia.

Avaliação e recomendação

As ações da Fibria estão sendo negociadas a 6,3x EBITDA 2018, o que sinaliza cerca de 15% de desconto em relação a média recente. Contudo, o recente aumento de preços de celulose (na Europa o preço já passa de US\$ 1.030/ton) sinaliza que poderemos ter revisão das expectativas já no curto prazo. Reforçamos também que possíveis cenários de maior stress do dólar, os papéis da Fibria em bolsa tendem a apresentar forte valorização. Portanto, mantemos nosso parecer positivo em relação aos ativos da Fibria, sobretudo como uma das melhores alternativas para diversificação de carteiras com o perfil de longo prazo. Reforçamos nossa recomendação de compra após os fortes resultados do ano de 2017, que vieram acima de nossas expectativas, com forte expansão da geração de caixa (FCF Yield em US\$ anualizado de 12,2% no último trimestre) e redução da alavancagem.

Positivo

Preço Atual: R\$ 57,03

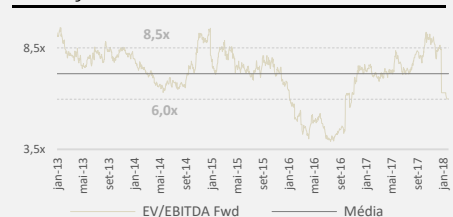
30-jan-18

Celson Plácido, CNPI
(11) 3526-1866
celson.placido@xpi.com.br

Marco Saravalle, CNPI
(11) 3027-2285
marco.saravalle@xpi.com.br

Bruna Pezzin, CNPI
(11) 3526-1452
bruna.pezzin@xpi.com.br

Evolução EV/EBITDA Est - FIBR3



Cenários de Preço

	EV/EBITDA	Preço	Var %
Hoje	6,0x	R\$ 57,03	-
Base	7,4x	R\$ 66,15	16% ↑
Ótimo	7,7x	R\$ 70,15	23% ↑
Stress	6,2x	R\$ 51,90	-9% ↓

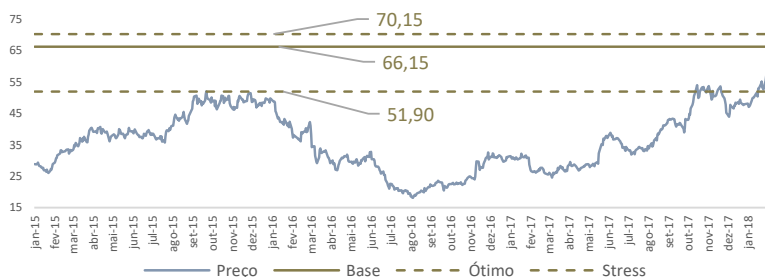
Fontes: XP Investimentos

Principais Múltiplos

	2018E	2019E
P/E	10,8x	10,8x
EV/EBITDA	6,8x	6,3x
P/B	1,9x	1,7x
Dividend Yield*	1,9%	
Dívida Líq/EBITDA**	2,5x	

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. *2018. **4T17.

Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

CENÁRIO BASE

R\$ 66,15 (+16%)

Em nosso cenário base os preços de celulose se mantém em patamar próximo ao atual, com tendência de realização no segundo semestre do ano. A cia continua com forte geração de caixa, expansão de receitas e custos controlados. O câmbio não apresenta grande volatilidade.

CENÁRIO ÓTIMO

R\$ 70,15 (+23%)

Em nosso cenário otimista, os preços de celulose não apresentam realização, em patamar próximo ao atual ao longo do ano. O câmbio não apresenta grande volatilidade, ou seja, depreciação do real é upside para este cenário.

CENÁRIO STRESS

R\$ 51,90 (-9%)

No cenário de stress a celulose apresenta queda mais acelerada e/ou antecipada. Quedas acima de US\$ 100/ton poderiam trazer as ações além deste cenário de stress. Se este cenário fora casado com forte valorização do real, o downside poderia ser também além deste cenário de stress.

Tabela 1. Consenso Bloomberg

R\$ Milhões	2015	2016	2017	2018E
Receita Líquida	10.081	9.615	11.550	14.183
Crescimento A/A		-5%	20%	23%
EBITDA	5.216	3.502	4.679	6.519
Crescimento A/A		-33%	34%	39%
Margem EBITDA	51,7%	36,4%	40,5%	46,0%
Lucro Líquido	253	1.755	1.540	2.739
Crescimento A/A		594%	-12%	78%
Margem Líquida	2,5%	18,2%	13,3%	19,3%

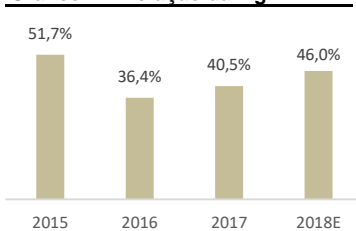
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

Tabela 2. Outras Informações

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquido	11.454
Ações em Circulação	553
Market Capitalization	31.591
Performance da Ação	
Últ. Semana	8%
Últ. Mês	120%
Acumulada Ano	83%
Últimos 12 Meses	99%

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos

Gráfico 2. Evolução da Mg. EBITDA



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

CATALISADORES

1. Oferta e demanda. O mercado foi surpreendido ao longo de 2017 com a força da demanda. Este vetor não deverá mudar de direção neste ano. No lado da oferta temos algumas entradas programadas, mas podemos ser surpreendidos novamente como novos fechamentos. Ou seja, cenário base bastante benigno para preços. Não descartamos a continuidade do movimento de consolidação global do setor, o que também é benéfico para o lado de controle de oferta.

2. Redução de custo de produção. A nova entrada de capacidade pela Fibria traz diversos benefícios, contudo, um dos principais é o aumento de competitividade da cia e expansão da geração de caixa.

3. Cenário de câmbio. Nosso cenário base contempla pequena desvalorização do real ao longo dos próximos meses. Num cenário de stress, poderia trazer grandes revisões de expectativas e potencial adicional para as ações em bolsa.

RISCOS

1. Oferta e demanda. Até o momento fomos surpreendidos positivamente, sobretudo pelo lado da demanda. Contudo, cenários de menor crescimento global podem se traduzir em forte queda nos preços da fibra, principalmente por conta do atual patamar recorde de preços da commodity.

2. Paradas não programadas e aumento de custo. Não podemos esquecer que as florestas sofrem influencias climáticas e outras variáveis que podem afetar o raio médio de colheita ou se traduzir em aumento de custos de produção.

3. Cenário de câmbio. Poderemos passar por um período de valorização do real em relação ao dólar no curto prazo, o que pode trazer expectativa de menores resultados nos trimestres vindouros.

Disclaimer

- 1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
- 2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- 3) O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
- 4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Instrução CVM nº 483/10 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
- 5) Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
- 6) O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a ICVM nº 497/2011, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.
- 7) Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.
- 8) A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
- 9) Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
- 10) A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
- 11) O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: www.xpi.com.br.
- 12) A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
- 13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.
- 14) *O investimento em ações é indicado para investidores de perfil moderado e agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.*
- 15) *O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.*
- 16) *O investimento em termos é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. São contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.*
- 17) *O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos, e por isso é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.*
- 18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.