

**CONTRIBUIÇÃO DA REORGANIZAÇÃO SOCIETÁRIA NA PERFORMANCE DO VALUATION: ANÁLISE DA EMPRESA SUZANO S.A.<sup>1</sup>****RESUMO**

**Objetivo:** O ramo de papel e celulose brasileiro tem crescido e se tornado referência mundial em tecnologia e inovação. Dentro desse ramo, encontra-se a empresa Suzano S.A., que, em 2019, passou por uma reorganização societária, aumentando sua participação no mercado de papel e celulose pela incorporação da empresa Fibria, destaque na produção de eucalipto, tornando-se a maior produtora de celulose do mundo. Esta pesquisa teve como objetivo verificar a contribuição da reorganização societária da Suzano S.A. na performance de seu *valuation*. **Metodologia:** Para tal, adotou-se o método de fluxo de caixa descontado para comparação de seu *valuation* posterior à reorganização societária com o seu valor *ex ante*. **Principais resultados:** Dentre outros achados, verificou-se que o *valuation* da Suzano S.A. apresentou ascensão de 7,18 vezes quanto ao período pré organização societária, representando aumento de 41% nas receitas dada a elevação das vendas. Os valores da avaliação relativa da Suzano S.A. comparados anterior e posteriormente à reorganização societária apontam que a tomada de decisão pela incorporação foi assertiva. **Contribuições acadêmicas e práticas:** Por mais que o cálculo do *valuation* seja subjetivo, por considerar projeções do ambiente externo, a avaliação acusa ganhos proporcionados pela tomada de decisão. Sendo assim, esse método colabora para compreender os ganhos ou perdas existentes em um ambiente de risco e incertezas.

**Palavras-chave:** Administração financeira. Avaliação relativa. Valor de mercado. *Free cash flow*. Cenário macroeconômico.

**CONTRIBUTION OF CORPORATE REORGANIZATION IN VALUATION PERFORMANCE: ANALYSIS OF THE COMPANY SUZANO S.A.****ABSTRACT**

**Objective:** The Brazilian paper and cellulose sector has grown and become a global reference in technology and innovation. Within this sector, there is the company Suzano S.A., which, in 2019, underwent a corporate reorganization, increasing its share in the paper and cellulose market through the incorporation of the company Fibria, prominent in eucalyptus production, becoming the largest producer of cellulose in the world. This research aimed to verify the contribution of the corporate reorganization of Suzano S.A. to the performance of its valuation. **Methodology:** To this end, the free cash flow method was adopted to compare its valuation after the corporate reorganization with its *ex ante* value. **Main results:** Among other findings, it was found that the valuation of Suzano S.A. increased by 7.18 times compared to the pre-corporate organization period, representing a 41% increase in revenues given the increase in sales. The relative valuation values of Suzano S.A. compared before and after the corporate reorganization indicate that the decision-making for the merger was assertive. **Academic and practical contribution:** Even though the valuation calculation is subjective, as it considers projections of the external environment, the evaluation shows gains provided by decision making. Therefore, this method helps to understand the gains or losses that exist in an environment of risk and uncertainty.

**Keywords:** Financial administration. Relative evaluation. Market value. Free cash flow. Macroeconomic scenario.

---

## 1 INTRODUÇÃO

A reorganização societária, prevista no Código Civil Brasileiro, consiste em associações empresariais para adoção de modelos societários diferentes do planejado inicialmente. Trata-se de uma estratégia que faculta a uma empresa utilizar das modalidades de fusão, cisão ou incorporação para se manter à frente em termos de participação de mercado e, concomitantemente, criar obstáculos para novos entrantes (Costa, Ramos, & Carraro, 2020; Santana; Pereira & Rodrigues, 2019).

Muitas vezes, esses procedimentos são necessários não apenas por objetivos econômicos e tributários, mas também para atender aos interesses estratégicos e mercadológicos específicos dos negócios. Conquistar ou manter mercados através da reorganização societária tornou-se uma das formas mais rápidas e produtivas de ampliar negócios e proteger o mercado da concorrência, além de reduzir o risco operacional e financeiro de iniciar uma ampliação do zero (Gonçalves & Cintra, 2020; Dhingra & Aggarwal, 2014).

As reorganizações societárias têm se expandido no Brasil. 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). Apenas na América Latina, no primeiro semestre de 2022, foram realizadas 1.600 reestruturações, sendo o Brasil o líder de transações no período (Cunha, 2022).

Desde 1924 em solo brasileiro, a empresa Suzano S.A. exemplifica bem a realidade de reorganizações societárias. Anteriormente a essa reestruturação, outrora denominada Suzano Papel e Celulose, a Suzano S.A. tinha sua atividade voltada para a produção de papel e celulose, sendo a pioneira em produzir, em escala industrial, papel e celulose advindos 100% do eucalipto com atenção voltada para a sustentabilidade e inovação. A reorganização societária da Suzano S.A. foi estratégica, levando-se em consideração a empresa incorporada Fibria, que atuava no mesmo ramo e se expandia gradativamente (Suzano, 2022). Tal processo de incorporação foi escolhido para análise nesta pesquisa pela sua representatividade no mercado. A referida incorporação tornou a Suzano S.A. a maior produtora de celulose do mundo (G1, 2019).

Inerente ao processo de incorporação de uma empresa, encontra-se a necessidade de avaliação de ativos por meio de técnicas padronizadas de avaliação relativa ou *valuation*. A avaliação relativa calcula o valor para a negociação da empresa frente ao mercado, isto é, o seu valor de mercado. Adicionalmente, com as 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 (Martins & Pontes, 2022).

Considerando a relevância dessa temática para a estratégia organizacional, este estudo orientou-se pela seguinte pergunta: quais as contribuições da reorganização societária da Suzano S.A. na performance de seu *valuation*? O objetivo geral foi, portanto, verificar a contribuição da reorganização societária da Suzano S.A. na performance de seu *valuation*. Subsidiando o alcance do objetivo geral, estabeleceram-se três objetivos específicos: realizar o levantamento de dados concernentes aos anos anteriores à reorganização societária da Suzano S.A. e aos anos subsequentes pós reorganização para cálculo de seu *valuation*; comparar a performance do *valuation* da empresa entre os dois períodos (pré e pós organização societária); e analisar as peculiaridades do ambiente macroeconômico de potencial influência no *valuation* da Suzano S.A.

O presente estudo divide-se em cinco seções. Subsequentemente a esta seção introdutória, em que o tema, o problema e os objetivos foram apresentados, a próxima seção aborda a fundamentação teórica, provendo respaldo para a discussão dos resultados. Em seguida, apresentam-se os procedimentos metodológicos adotados no estudo para cumprimento de seu objetivo, destacando-se a caracterização da pesquisa, o banco de dados e a técnica de análise de dados. Logo após, são apresentados, analisados e discutidos os resultados empíricos da pesquisa. Por fim, considerações

finalis são tecidas com a apresentação das limitações e contribuições da pesquisa, bem como sugestões de estudos ulteriores.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Frente às mudanças do mercado, várias estratégias empresariais podem ser tomadas em busca de diferencial competitivo, visando ao crescimento e à sobrevivência. Dentre elas, destacam-se as reorganizações societárias, que consistem em uma estratégia de ampliação de mercado. Dentre outros benefícios, a reorganização societária pode gerar ganhos em escala, redução de custos fixos, ganhos tributários, redução dos custos de capital, maior capacidade de liquidez e reconhecimento da organização por toda a cadeia de suprimentos a montante e a jusante (Raveendran, 2020). Como exemplo, Soares, Wegner e Dolci (2016) investigaram as motivações, o processo e os resultados de uma fusão entre redes de farmácias no estado do Rio Grande do Sul, constatando que a principal motivação foi a competitividade do setor e a necessidade de ampliar ganhos de escala em negociações com fornecedores. A transação resultou em geração de soluções e aprendizagem coletiva, inovação colaborativa e reconhecimento pelo mercado.

Há três classificações de reorganizações societárias, a saber, fusão, cisão e incorporação. A fusão resulta na criação de uma nova empresa, com características da junção de cada uma das envolvidas e concomitante agregação do patrimônio líquido das sociedades. Já a cisão admite duas formas: a total, quando a versão da totalidade do patrimônio líquido é transferida para outra empresa, e a parcial, quando ocorre a divisão apenas de parte desse patrimônio. Já a incorporação, modalidade adotada pela Suzano S.A., foco deste estudo, é aquela em que as sociedades incorporadas deixam de existir, sucedendo a incorporadora suas personalidades jurídicas, bem como seus direitos e obrigações. É válido salientar que a incorporação somente pode ser efetuada por sociedades com patrimônio líquido positivo. Nessa perspectiva, após a incorporação, há aumento de capital (Gonçalves & Cintra, 2020; Fonseca & Arcebispo, 2018; Perez Junior & Oliveira, 2012).

A Suzano Papel e Celulose foi fundada em 1924 por um imigrante ucraniano que, por meio de estudos, modificou a forma como o papel e a celulose eram utilizados. Através da biotecnologia e da produção *in vitro*, a empresa alcançou a otimização dos recursos em escala mundial, tornando a Suzano modelo de sustentabilidade e inovação (Pioneiros & Empreendedores, 2019; Suzano, 2022). Por sua vez, a empresa incorporada Fibria advém de um histórico de reestruturações. Anteriormente denominada Aracruz Florestal, foi inaugurada em 1967 por um imigrante norueguês com o objetivo de plantação de eucalipto. Sua capacidade de produção chegava a 525 mil toneladas por ano, considerada relevante no mercado. Em 2009, houve a incorporação da Aracruz pela Votorantim Celulose e Papel (VCP), dando origem à Fibria. Por meio da junção da Fibria com a Suzano Papel e Celulose, foi possível potencializar os investimentos e manter o compromisso com a inovação através da diversidade dos negócios (A Gazeta, 2021; Suzano, 2022).

Em julho de 2018, o anúncio da incorporação da empresa modelo de sustentabilidade e inovação 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). Como mencionam Magro e Teló (2011), a motivação por trás de um processo de incorporação pode ser a perspectiva de que a empresa incorporada ingresse em determinado mercado que é de seu interesse e que está sob o domínio da outra empresa incorporada. Esse cenário parece compatível com a incorporação da Fibria pela Suzano S.A.

O número elevado de reorganizações societárias no mundo aponta para a relevância de se mensurar o valor justo das organizações e seus resultados. Evidências dessa atenção têm sido reveladas por pesquisas cujo objetivo corresponde à avaliação relativa de empresas e sua aplicação (Pratama & Kusumaningtyas, 2023; Ernst, 2022; Berre & Pendeven, 2022; Jumran & Hendrawan,

2021). O valor de mercado da empresa é um importante fator de tomada de decisão, haja vista que representa o valor justo organizacional levantado por analistas do mercado. Martelanc, Pasin e Cavalcante (2004), por exemplo, expõem o cálculo do *valuation* como crucial em fusões e aquisições e salientam que as empresas envolvidas na negociação buscam um referencial que atinja o valor justo, ou seja, um valor que reflita as expectativas futuras.

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

Conforme Assaf Neto (2019), o cálculo do valor justo é desafiador em virtude de possíveis interferências governamentais, econômicas e mercadológicas, pois, a partir dessas mediações, são necessários julgamentos e premissas que atendam às particularidades de cada empresa e dos respectivos ambientes onde se inserem.

Nesse sentido, Martelanc, Pasin e Cavalcante (2004) afirmam que o valor da organização pode ser alterado pelas intervenções das premissas adotadas e de cenários divergentes. Todavia, por mais que o cálculo do valor da empresa seja subjetivo, ele é uma estimativa base, a 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 a gestão organizacional e, a partir dela, é possível incrementar estratégias e promover a criação de valor.

O estudo desenvolvido por Silva et al. (2019) destaca a acurácia do modelo Monte Carlo no processo de avaliação da empresa Ambev por meio do fluxo de caixa descontado. Outro fator considerado por esse estudo foi a subjetividade do *valuation*, pois, 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*. Tal estudo levou em consideração o crescimento elevado de uma empresa paranaense e dados de anos anteriores para que o valor justo fosse preciso. Pesquisas internacionais também têm considerado o método do fluxo de caixa descontado como um método apropriado e confiável para cálculo do *valuation* (Pratama & Kusumaningtyas, 2023; Ernst, 2022; Berre & Pendeven, 2022; Jumran & Hendrawan, 2021) assim como adotado neste estudo para análise da reorganização societária da Suzano S.A.

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, constituindo-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 geração de crescimento empresarial, haja vista que, ao agregar valor, haverá maior possibilidade de maximizar as riquezas que foram investidas e de garantir a perpetuidade da organização (Cabello & Parisi, 2008).

Abordada a fundamentação teórica deste estudo, a próxima seção apresentará os procedimentos metodológicos adotados nesta pesquisa para cumprimento de seu objetivo.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Quanto aos objetivos da pesquisa, este estudo é descritivo e exploratório. As pesquisas descritivas têm como propósito central descrever as peculiaridades de determinados fenômenos ou estabelecer relações entre variáveis. Quanto à abordagem da pesquisa, trata-se de um estudo

quantitativo, aquele em que os resultados são transmitidos por meio de números, fazendo-se uso, comumente, de percentuais, bem como de métodos e técnicas estatísticas (Gil, 2002).

Esta pesquisa teve como principal cálculo a estimação do valor de mercado da empresa Suzano S.A. pela projeção de variáveis com níveis de incerteza como o fluxo de caixa e o custo de capital, especificamente por meio do Fluxo de Caixa Descontado (*Free Cash Flow*), também denominado de avaliação relativa. Vários autores citam o Fluxo de Caixa Descontado como sendo o método mais detalhado e apropriado em se tratando de avaliação de empresas (Soute et al., 2008; Muller & Teló, 2003).

Primeiramente, realizou-se uma análise histórica dos dados da Suzano S.A. de 2014 até 2022, abarcando os períodos anterior e posterior ao seu processo de reorganização societária. As ferramentas para a coleta e filtragem dos dados foram a bolsa de valores brasileira B3, a plataforma Economatica® (2023), amplamente utilizada em estudos que fazem uso de dados de empresas de capital aberto (e.g., Brizolla & Turra, 2015; Sehnem et al., 2012), a página institucional da empresa e o *software* Microsoft Excel®.

O Quadro 1 sumariza o tratamento dado a cada um dos três objetivos específicos da pesquisa, permitindo a coleta, a organização e a aplicação do fluxo de caixa descontado para cálculo do *valuation*, levando-se em consideração cenários do mercado.

Quadro 1 – Tratamento dos objetivos específicos

Objetivos específicos	Tratamento
Realizar o levantamento de dados concernentes aos anos anteriores à reorganização societária da Suzano S.A. e aos anos subsequentes pós reorganização para cálculo de seu <i>valuation</i> .	Coleta de dados na B3, no <i>software</i> Economatica® e no <i>site</i> institucional da Suzano S. A. e organização dos dados no Microsoft Excel®.
Comparar a performance do <i>valuation</i> da empresa entre os dois períodos (pré e pós organização societária).	Análise comparativa pelo fluxo de caixa descontado e interpretação sobre impactos.
Analisar as peculiaridades do ambiente macroeconômico de potencial influência no <i>valuation</i> da Suzano S.A.	Identificação de possíveis interferências do ambiente macroeconômico no resultado do <i>valuation</i> obtido nos períodos anteriores e posteriores à reorganização societária.

Fonte: Autores

A performance da empresa Suzano S.A. pela perspectiva do *valuation* foi analisada, considerando-se uma hipótese nula e outra alternativa, conforme Quadro 2.

Quadro 2 – Hipóteses do estudo

Hipótese	Descrição
H <sub>0</sub>	A Suzano S. A. não aumentou o seu valor de mercado ( <i>valuation</i> ) após sua reorganização societária.
H <sub>1</sub>	A Suzano S. A. aumentou o seu valor de mercado ( <i>valuation</i> ) após sua reorganização societária.

Fonte: Autores

A metodologia de determinação do valor de mercado (*valuation*) 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 efeitos das oscilações de preços.

Para que fosse feita a projeção do fluxo de caixa da Suzano S.A., foi 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, foi 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 (Assaf Neto, 2019; Velter & Missagia, 2011).

No que diz respeito ao cálculo do valor presente, há incertezas quanto às projeções de fluxos de caixa futuros e custo de capital estabelecido. O cálculo do valor presente seguiu orientações de Assaf Neto (2019), sumarizado pela fórmula seguinte.

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

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 investidor exige maior retorno. Diante disso, o custo médio ponderado de capital (*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.

O cálculo da taxa de desconto também seguiu orientações de Assaf Neto (2019), sumarizado pela fórmula seguinte.

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

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, foi 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.

Apresentados os procedimentos metodológicos adotados no estudo para cumprimento de seu objetivo, a próxima seção apresentará os resultados empíricos, bem como sua análise e discussão.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

A performance do *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 da 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. Para se chegar ao resultado da pesquisa, foram sequenciadas etapas para aplicação do fluxo de caixa descontado, sendo 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, o cálculo do *valuation*.

A Tabela 1 apresenta 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: Autores. 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 referência 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-se a expectativa de crescimento do PIB (Repositório de Conhecimento do IPEA [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 subsequente.

Dando prosseguimento à análise, o valor em perpetuidade foi baseado no modelo de Gordon (Assaf Neto, 2019; Velter & Missagia, 2011) e consiste na divisão do valor em perpetuidade, 2023, pelo WACC diminuído pela expectativa de crescimento em perpetuidade da Suzano S.A., a qual obedeceu ao próprio crescimento do PIB de 2023. Logo, mediante a apuração dos resultados, tem-se 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 baseou nos anos subsequentes de 2023 a 2026 em perpetuidade. A Tabela 2 indica os valores e resultados obtidos no cálculo do *valuation* a partir da análise do *Free Cash Flow* da Suzano S.A., 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 a Valor Presente</i>	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: Autores. 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.

Os resultados apresentados na Tabela 2 adotaram os mesmos procedimentos dos cálculos realizados para a Tabela 1, tendo como base o ano de 2022. Os valores obtidos de *valuation* e os valores futuros encontrados sofreram 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 3.

Tabela 3 – *Valuation* 2022 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: Autores. Nota: Valores em dólares.

Os resultados obtidos na presente pesquisa apontam que a reorganização contribuiu na performance do *valuation* considerando o retorno no longo prazo (Tabela 3). As reestruturações societárias têm como proposição melhorar, ampliar e diversificar os negócios das empresas. Aliado a isso, a gestão empresarial se torna importante instrumento para direcionar a nova organização. 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.

Ao realizar comparações do *valuation* a valor presente no ano de 2018, observa-se que o aumento continuou representativo (Tabela 3), haja vista que representou 7,18 vezes a mais do *valuation* em comparação ao valor de 2018. Diante disso, aceita-se a hipótese alternativa deste estudo (H<sub>1</sub>), a saber, a Suzano S.A. aumentou o seu valor de mercado (*valuation*) após sua reorganização societária.

Neste ponto, é salutar resgatar os fatores macroeconômicos mais relevantes de potencial influência. Primeiramente, é importante ressaltar que o ano de 2020 foi um marco histórico mundial em função da pandemia de 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, mudanças representativas. Em função dessa condição atípica, os dados de 2020 foram excluídos do cálculo da média do *free cash flow* de 2022.

A contingência da pandemia de Covid-19 afetou, de forma temporária, os avanços do setor de papel e celulose. Ao analisar os impactos da pandemia sobre a empresa Suzano S.A., é possível perceber a diminuição da sua receita líquida, cujo valor foi de -2% em 2020 se comparada ao ano de 2019. Essa diminuição, além de ter afetado a receita, afetou, também, as despesas com as vendas, que sofreram aumento representativo de 62%.

Segundo, outra contigência foi a guerra da Ucrânia e Rússia que abalou vários setores no mundo. Ao se fazer uma análise microeconômica, é possível identificar a interferência nas exportações nacionais prejudicadas por esse acontecimento (Schossler & Welle, 2023). A Suzano S.A., referência em exportação, tendo consumidores em mais de 100 países, foi afetada de forma direta, pois, por mais que os países guerrilheiros não importem 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 celulose (Goulart, 2022).

Por conseguinte, há, em terceiro lugar, a possível influência da desvalorização do Real. A Suzano S.A. registrou 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). Observa-se que, mesmo com o aumento das vendas, a desvalorização da moeda impactou negativamente o resultado financeiro da Suzano S.A., o que oportuniza olhares para a exportação.

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 de Covid-19 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.

O fluxo de caixa livre é um importante indicador quando se trata de tomada de decisão. Na visão de mercado, é perceptível que os acionistas buscam investir em empresas com maior probabilidade de retorno, pois um *free cash flow* com rápido aumento demonstra maior perspectiva de futuro (Lerner & Victor, 2020). A reorganização societária da Suzano S.A. foi validada no mercado pelo representativo aumento de seu caixa livre e conseqüente aumento do *valuation*, a partir da reorganização societária, o que atendeu, 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, evidenciada 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% (Martins & Theóphilo, 2009). 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 US\$2.024.184,82, o que equivale a um coeficiente de variação de 22% considerado moderado (Martins & Theóphilo, 2009). Essa redução da dispersão do fluxo de caixa livre ocorreu após 2018, podendo ser conseqüência da reorganização societária da Suzano S.A.

Considerando fatores mercadológicos, a incorporação da Fibria ampliou o mercado de atuação da Suzano S.A., o que proporcionou 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 média de 68% em relação às vendas da 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 imposto de renda (EBIT), ocorre 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 comparadas aos anos de 2018 e 2022, alcançaram percentual de 78%, o que demonstra aumento após a reorganização. Essas alterações

provocaram o aumento do *free cash flow* e, conseqüentemente, contribuiu para que a Suzano S.A. se tornasse uma grande potência no ramo de papel e celulose.

### 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa cumpriu com o seu objetivo geral, ao verificar a contribuição da reorganização societária da Suzano S.A. na performance de seu *valuation*. Os objetivos específicos também foram alcançados ao se realizar o levantamento de dados concernentes aos anos anteriores à reorganização societária da Suzano S.A. e aos anos subsequentes pós reorganização para cálculo de seu *valuation*, ao se comparar a performance do *valuation* da empresa entre os dois períodos (pré e pós organização societária) e ao se analisarem as peculiaridades do ambiente macroeconômico de potencial influência no *valuation* da Suzano S.A. A ênfase da pesquisa foi o 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 de fatores sistêmicos que possivelmente 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.

Nesta pesquisa, 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 os ganhos 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 precursor de inovação. Evidência disso foi a reorganização societária da Suzano S.A., que foi considerada 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 S.A., 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 e, por meio dele, crescem e se desenvolvem no ramo de atuação.

Esta pesquisa apresenta 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, realização de pesquisas sobre a avaliação relativa aprofundada no atual contexto macroeconômico para identificar possíveis fatores colaborativos para a tomada de decisão, levando a empresa à reorganização societária. Estudo semelhante também pode ser aplicado, investigando-se a última reorganização societária da Suzano S.A. com a incorporação da Kimberly-Clark.

### REFERÊNCIAS

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

- Assaf Neto, A. (2019). *Valuation: Métricas de Valor e Avaliação de Empresas*. 3. ed. São Paulo: Atlas.
- Berre, M. & Pendeven, B. L. (2022). What do we know about startup-valuation drivers? A systematic literature review. *Venture Capital*, 25(4), 385-429.
- Borsatto Junior, J., Correia, E., & Gimenes, R. (2015). 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*, 26(2), 90-113.
- Brizolla, M. M. B. & Turra, S. (2015). Efeitos do capital intelectual sobre o desempenho financeiro em companhias de capital aberto. *Revista Eletrônica de Administração e Turismo – ReAT*, 6(3), 577-594.
- Cabello, O. & Parisi, C. (2008). Análise das práticas de gestão baseada em valor: um estudo de caso em usina açucareira do Brasil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 5(9), 113-130.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2001). *Avaliação de Empresas “Valuation”*: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas. 3. ed. São Paulo: Pearson.
- Cordeiro, J. & Neves, M. (2021). 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. 2023.
- Costa, A. R. F., Ramos, P. H. B., & Carraro, N. C. (2020). Reorganização societária como forma de alavancar as atividades de pequenos produtores rurais brasileiros: um ensaio comparativo. *Servicios Academicos Intercontinentales*, 68, 1-20.
- Cunha, J. (2022). 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.
- Dhingra, D. & Aggarwal, N. (2014). Corporate restructuring in India: a case study of Reliance Industries Limited (RIL). *Global Journal of Finance and Management*, 6(9), 813-820.
- Economática®. (2023). *Tools for Investment Analysis*. Disponível em: <https://economatica.com/> Acesso em: 11 mai. 2023.
- Ernst, D. (2022). Simulation-based business valuation: methodical implementation in the valuation practice. *Journal of risk and financial management*, 15(5), 1-17.
- Falcini, P. (1995). *Avaliação econômica de empresas: Técnica e Prática*. 2. ed. São Paulo: Atlas.
- Fonseca, H. & Arcebispo, N. M. (2018). Reorganização societária e o aproveitamento tributário como uma de suas consequências. *Portal Migalhas*. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI273387,71043->

Reorganizacao+societaria+e+o+aproveitamento+tributario+como+uma+de. Acesso em: 17 set. 2024.

G1. (2019). 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. (2002). *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4. ed. São Paulo: Atlas.

Gonçalves, F. F. & Cintra, D. G. B. (2020). Abordagem sobre os aspectos inerentes às seguintes modalidades de reorganização societária: fusão, cisão, transformação e incorporação. *Reiva Revista*, 3(1), 1-16.

Goulart, J. (2022). 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%20a%20CCEE,falta%20de%20mat%C3%A9ria%20prima%20russa>. Acesso em: 20 jun. 2023.

Hirata, T. (2022). 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. 2023.

Instituto Assaf. (2023). *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. 2023.

Jumran, A. & Hendrawan, R. (2021). Stock valuation using discounted cash flow method with free cash flow to equity and relative valuation approaches on state-owned banks listed on IDX for 2021 to 2025 period projection. *International Journal of Science and Management Studies*, 4(4), 191-201.

Lerner, A. F. & Victor, F. G. (2020). Análise da Influência do Fluxo de Caixa Livre nos Indicadores de Desempenho Econômico em Companhias Abertas Brasileiras. *Navus: Revista de Gestão e Tecnologia*, 10, 1-23.

Magro, L. & TELÓ, A. (2011). *As mudanças organizacionais em fusões e incorporações de empresas*. Programa de apoio à iniciação científica. Disponível em: <https://img.fae.edu/galeria/getImage/1/27208270095169696.pdf>. Acesso em: 17 set. 2024.

Martelanc, R., Pasin, R., & Cavalcante, F. (2004). *Avaliação de Empresas: Um Guia para Fusões & Aquisições e Gestão de Valor*. São Paulo: Pearson.

Martins, G. & Theóphilo, C. (2009). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. 2. ed. São Paulo: Atlas.

- Martins, O. & Pontes, F. (2022). *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: TC.
- Miranda, G., Reis, E., & Lemes, S. (2006). Valor de Empresas: uma abordagem do fluxo de caixa descontado. *Contabilidade Vista & Revista*, 17(3), 45-65.
- Müller, A. & Teló, A. (2003). Modelos de avaliação de empresas. *Revista da FAE*, 6(2), 97-112.
- Perez Junior, J. & Oliveira, L. (2012). *Contabilidade Avançada*. 8. ed. São Paulo: Atlas.
- Pioneiros & Empreendedores. (2019). **FEA/USP**. São Paulo. Disponível em: <https://pioneiros.fea.usp.br/leon-feffer/>. Acesso em: 4 dez. 2022.
- Pratama, A. & Kusumaningtyas, D. S. (2023). Equity valuation using free cash flow to equity on IDX30 index for 2022 to 2026 period projection. *International Journal of Science and Management Studies*, 6(3), 215-223.
- Raveendran, M. (2020). Seeds of change: How current structure shapes the type and timing of reorganizations. *Strategic Management Journal*, 41(1), 27-54.
- Rcipea. (2023). *Repositório do Conhecimento do IPEA*. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/>. Acesso em: 8 jun. 2023.
- Santana, M. de J., Pereira, A. G., & Rodrigues, A. P. N. (2019). Dividir para maximizar: a reorganização societária como estratégia de planejamento tributário. *Id on Line*, 13(47), 156-174.
- Schossler, A. & Welle, D. (2023). 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.ghtml>. Acesso em 20 de junho de 2023.
- Sehnm, S., Fischer, A., Alberton, A., & Agnol, R. M. D. (2012). Análise do desempenho de empresas do segmento de carnes e derivados listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Eletrônica de Administração e Turismo – ReAT*, 1(1), 36-55.
- Silva, C., Batista, A., Sales, H., & Penha, R. (2019). Aplicação do modelo Monte Carlo na avaliação da empresa Ambev com custo de capital impreciso. *Revista ENIAC pesquisa*, 8(1), 154-176.
- Soares, W. B., Wegner, D., & Dolci, P. C. (2016). Fusão como Estratégia de Crescimento de Redes de Cooperação Empresarial: um estudo de caso em uma rede de farmácias. *Revista Ibero Americana de Estratégia*, 15(1), 83-96.
- Soute, D., Martins, E., Schvirck, E., & Machado, M. (2008). Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. *Revista UnB Contábil*, 11(1-2), 1-17.

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

Tedeschi, U. (2022). 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. (2011). *Contabilidade Avançada*. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier.

---

**Autoria:**

Gabriela Oliveira Silva - [oliveiragabriela4321@gmail.com](mailto:oliveiragabriela4321@gmail.com),

Handerson Leonidas Sales - [hlsales@ica.ufmg.br](mailto:hlsales@ica.ufmg.br)

André Luiz Athayde - [andreluizathayde@outlook.com](mailto:andreluizathayde@outlook.com)