

2º Trimestre de 2005  
 29/07/2005

 Recomendação:  
**MANTER**

Analista: Christian Klemt (55 51) 3327-9862 christian@solidus.com.br

Código	Cotação	Min-Max (52 sem) em R\$	P/VPA	P/L	Vlr. Merc.	FV/EBITDA
ARCZ6	9,10	7,25-10,57	2,35x	6,7x	9,39 bi	6,0x

Em R\$ milhões	2T'05	2T'04
Receita Líquida	812,5	889,1
Ebitda	430,4	479,8
Lucro Líquido	492,9	128,8
Patrimônio Líquido	3.981	3.018
ROE	12,4%	4,3%



A Aracruz teve um bom resultado na última linha no 2T05. O lucro líquido da companhia ficou em R\$ 492,9 milhões no 2T05, 283% acima dos R\$ 128,8 milhões registrados no 2T04. Entretanto grande parte do lucro foi gerado pelo efeito da valorização cambial sobre a dívida em dólar da empresa.

A receita líquida apresentada pela companhia recuou 9% no 2T05, passando de R\$ 889,1 milhões no mesmo período de 2004 para os atuais R\$ 812,5 milhões. Esta queda foi decorrente da valorização do real frente ao dólar. Embora as vendas físicas de celulose tenham crescido 6%, para 615.000 ton, o menor dólar médio causou a queda na receita. No 2T05, o dólar médio foi de R\$ 2,47 e, no 2T04, foi R\$ 3,04.

O mercado da celulose está passando por um momento peculiar que é importante ser destacado. Embora o mercado consumidor da commodity esteja fazendo pressão para uma redução dos preços, eles se mantiveram em torno dos US\$ 600/ton. Essa estabilidade foi devida a dois motivos básicos. Primeiro, a fábrica da Arauco em Valdivia no Chile está fechada por tempo indeterminado por problemas ambientais. Segundo, a Finlândia está passando por greves nas plantas de papel e papelão, que são responsáveis pela produção de um terço da produção europeia. Essa sensível redução na oferta da matéria-prima sustentou os preços em um bom patamar em dólar.

No 2T'05, a empresa registrou um Ebitda, já ajustado por eventos não recorrentes, de R\$ 430,4 milhões, 9% inferior aos R\$ 479,8 milhões referentes ao mesmo período de 2004. Entretanto as margens Ebitda permaneceram praticamente inalteradas (53% no 2T05 e 54% no 2T04). Essa queda do Ebitda foi decorrente principalmente dos menores valores em reais da celulose, que reduziu a receita. Entretanto o custo do produto vendido também recuou, ficando em R\$ 420,8 milhões no trimestre corrente, uma queda de 2% frente ao mesmo período de 2004, o que ajudou na manutenção da margem Ebitda.

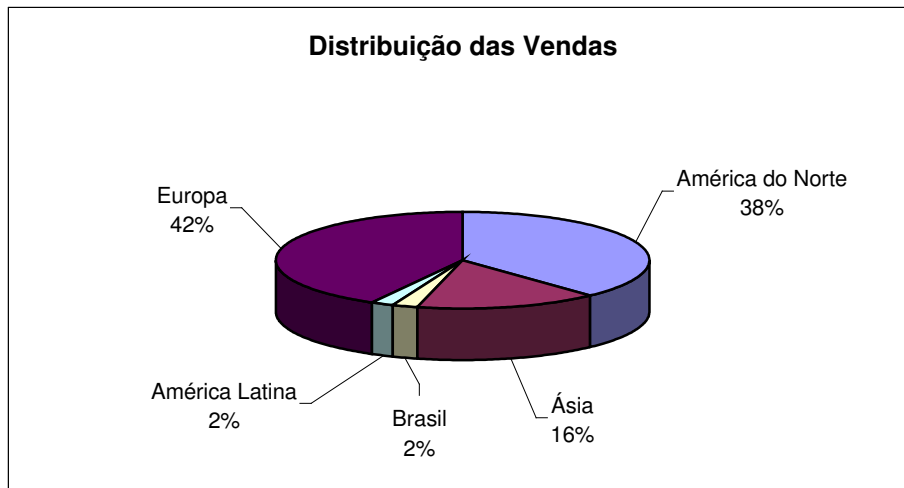
A valorização cambial, contudo também foi responsável pelo grande ganho no resultado financeiro. No 2T05, o resultado financeiro ficou positivo em R\$ 327 milhões, não contabilizando o montante de R\$ 151,9 milhões referente ao juro sobre capital próprio pagos pela companhia no trimestre. Já no mesmo período de 2004, o resultado financeiro havia sido negativo em R\$ 249,8 milhões. As variações cambiais e monetárias foram positivas em R\$ 330,9 milhões no 2T'05, enquanto que no 2T'04 elas foram negativas em R\$ 309,4 milhões. Isso se deve ao fato de que a empresa carrega uma dívida total de R\$ 4.172,2 milhões, sendo que 17,2% está concentrada no curto prazo. Da dívida total 78% está atrelada à moeda estrangeira. Considerando-se que a empresa possui R\$ 1.402,2 em caixa, sua dívida líquida fica em R\$ 2.770 milhões. Comparando com o Ebitda, podemos considerar que a relação Dívida Líquida/Ebitda dos últimos doze meses ficou em 1,6x. Este é um bom indicador, visto que a empresa ainda realizou neste primeiro semestre investimentos consideráveis, de R\$ 331,7 milhões, principalmente na Veracel, (R\$ 199,5 milhões), que já nos próximos semestres devem ser de menor proporção.

**A Aracruz teve um bom resultado na última linha do seu exercício do 2T05. O lucro líquido da companhia ficou em R\$ 492,9 milhões no segundo trimestre de 2005, 283% acima dos R\$ 128,8 milhões registrados no 2T04.**

**A valorização cambial, contudo também foi responsável pelo grande ganho no resultado financeiro. No 2T05 o resultado financeiro ficou positivo em R\$ 327 milhões, enquanto que no mesmo período de 2004, o resultado financeiro havia sido negativo em R\$ 249,8 milhões.**

é um projeto industrial integrado entre a Aracruz e a Stora Enso, ambas com 50% do controle da companhia, sediada no sul do estado da Bahia. A Veracel tem capacidade nominal de produção de 900.000 toneladas de celulose por ano. Entretanto, como a Veracel iniciou suas atividades em maio/2005, ela ainda está no período de aprendizagem (learning curve), portanto ela não está operando em plena capacidade. A estimativa de produção para 2005 é de 360.000 ton, sendo que 180.000 (50%) será destinada à Aracruz, que pretende vender 130.000 ton e a outra parte será canalizada para formação de estoque.

A produção da Aracruz ficou em 678.000 toneladas no 2T05 (já incluída a participação de 50% da Veracel), 7% acima do volume produzido no mesmo trimestre de 2004. As vendas de celulose foram de 615.000 toneladas no 2T05, considerando metade das vendas da Veracel (de apenas 7.331 ton). Este volume foi 6% superior aos 579.000 ton produzidos no segundo trimestre de 2004. Veja no gráfico abaixo como ficou a distribuição do volume de vendas de celulose da empresa por região.



Acreditamos que para o próximo semestre as perspectivas para o setor são neutras. Se por um lado temos o final de ano como um período sazonalmente mais forte, por outro a volta à atividade das fábricas na Finlândia devem aumentar a oferta da celulose. Esse fato associado à entrada de novas fábricas na China e no Chile em 2006 podem propiciar algumas pressões baixistas nos preços da commodity. Já no que diz respeito especificamente à Aracruz, a entrada em funcionamento da Veracel trará um incremento na produção que deverá ajudar a compensar eventuais quedas no preço da celulose no cenário externo. Nossa recomendação para a Aracruz é Manter, com múltiplos P/L de 6,7x, FV/Ebitda em 6,0x e P/VPA de 2,35x.

**Nossa recomendação para a Aracruz é Manter. A empresa opera com P/L de 6,7x, FV/Ebitda em 6,0x e P/VPA de 2,35x.**

## Disclaimer

Nossas indicações são de caráter exclusivamente informativo, expressando opiniões pessoais baseadas em dados fundamentalistas, de forma que não nos responsabilizamos por eventuais perdas de capital do investidor/leitor. Os dados financeiros foram obtidos através de fontes disponíveis no mercado financeiro, sendo que a Solidus se reserva o direito de fazer eventuais correções, sem prévio aviso. O relatório foi elaborado de forma independente e autônomo, inclusive em relação a Solidus SA CCVM.

O analista responsável pelo presente relatório declara que:

- As sugestões (recomendações) aqui mencionadas refletem única e exclusivamente opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente e autônoma inclusive em relação a Solidus SA CCVM;
- Não mantém vínculo com qualquer pessoa natural que atue no âmbito das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise no relatório divulgado;
- A Solidus SA CCVM não possui em suas carteiras administradas quantidade igual ou superior a 1% do capital social da empresa analisada, e não está envolvida na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado;
- Não possui quantia igual ou superior a 5% de seu patrimônio pessoal investido em ações da empresa objeto de estudo, e não está envolvido na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado;
- Não recebe ou recebeu remuneração por serviços prestados ou apresenta relações comerciais com quaisquer das companhias cujos valores mobiliários foram alvo da análise no relatório divulgado, ou pessoa natural ou pessoa jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse desta companhia;
- Sua remuneração ou esquema de compensação do qual é integrante não está atrelado às precificações de quaisquer dos valores mobiliários emitidos por companhias analisadas no relatório. O analista esclarece que, assim como outros funcionários da SOLIDUS SA CCVM, recebe bonificações semestrais de acordo com o desempenho da SOLIDUS, mas a sua bonificação está vinculada ao desempenho da Solidus e não com as indicações realizadas.