

## STK LONG ONLY FIA

### Atribuição de Performance

O STK Long Only FIA teve um desempenho de 6.49% contra 3.74% do Ibovespa. As principais contribuições positivas para a carteira no mês foram: Grupo Soma e BTG Pactual. Do lado negativo, os destaques foram: Occidental Petroleum e Petroreconcavo S.A.

Os setores que mais contribuíram positivamente para o fundo no mês foram: Consumo Cíclico / Financeiro. Do lado negativo, o setor de Consumo Não Cíclico foi o único detrator da carteira.

Comentaremos no decorrer da carta sobre a nossa posição em Suzano S.A.

	Fundo	Ibovespa	Alpha
<b>Mês</b>	6.49%	3.74%	2.75%
<b>12 Meses</b>	-0.18%	-2.71%	2.53%
<b>24 Meses</b>	-30.48%	-14.17%	-16.31%
<b>36 Meses</b>	-2.65%	23.95%	-26.60%
<b>Desde o Início</b>	90.87%	77.72%	13.15%

### Posicionamento Atual

O fundo fechou o mês com a exposição de 89.3%, sendo destes 12.7% em empresas americanas e 76.6% em empresas brasileiras.

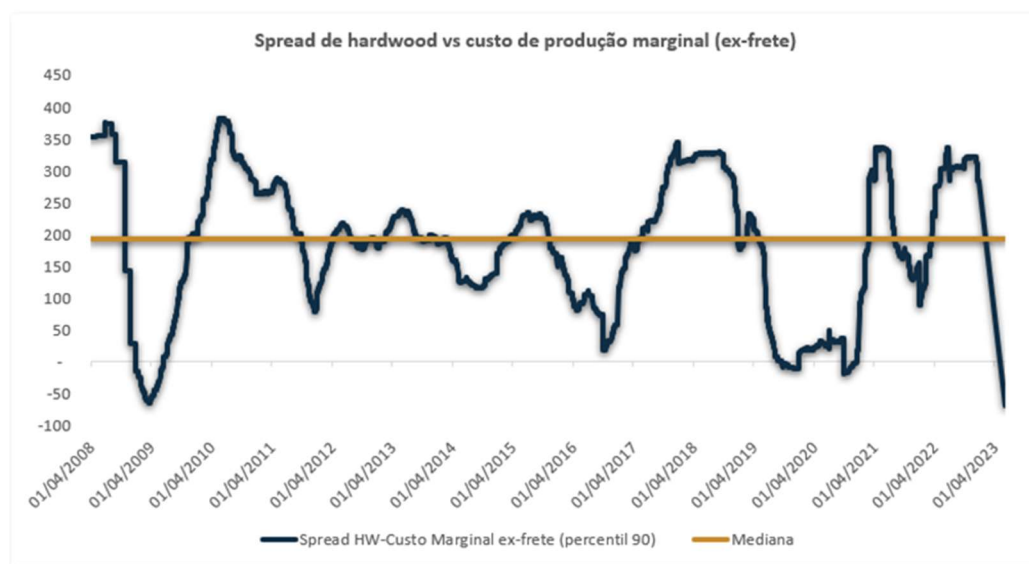
### Comentário do mês – Suzano S.A.

No comentário deste mês vamos falar sobre a Suzano, empresa líder global no setor de celulose. Recentemente, a combinação de alguns fatores nos levou a aumentar nossa posição na companhia, dada uma relação risco-retorno ainda melhor de quando inicialmente montamos nossa posição. Dentre eles, vale destacar: sua vantagem relevante de custos em relação aos concorrentes; preços de celulose de fibra curta (*hardwood*) em níveis abaixo do que entendemos como de equilíbrio estrutural; e um *valuation* com uma assimetria atraente.

Em março de 2022, escrevemos nossa última carta sobre a companhia. De lá para cá, alguns acontecimentos no mercado de celulose de fibra curta ganharam destaque. O ano em questão foi marcado por disrupções de oferta, atrasos de entrada de capacidade e problemas logísticos, ocasionando preços de *hardwood* na China acima de US\$ 800/ton no segundo semestre. Já no começo de 2023, uma combinação de baixa rentabilidade dos papeteiros chineses e a perspectiva de entrada de capacidade de novos projetos gerou uma queda acentuada de preços – movimento intensificado após a Shanghai Pulp Week, realizada em março. Além da antecipação de sobre-oferta da *commodity* por uma expectativa de aumento de volumes ofertados, os preços também foram impactados pela normalização cadeia de logística global e pelo aumento dos estoques de celulose nos portos.

No que diz respeito à sobre-oferta, a entrada de dois projetos específicos – MAPA e Paso de Los Toros – ilustram bem a preocupação do mercado. Somados, tais projetos devem representar uma capacidade adicional de fibra curta de 3.6 Mtpa (milhões de toneladas/ano), em um mercado no qual a demanda cresce historicamente cerca de 1.1 Mtpa.

Embora tal dinâmica tenha levado a *commodity* a negociar perto dos US\$ 480/ton, começamos a observar alguns sinais positivos para o setor. Nesse sentido, merecem ser citadas: a estabilização de preços de *hardwood* na China nas últimas semanas; os *feedbacks* de que produtores integrados de celulose e papel na China estariam aumentando sua demanda por celulose de mercado; e o fato de que no preço atual, a celulose de fibra curta se encontra abaixo do custo marginal de produção do setor (ex-frete), de aproximadamente US\$ 550/ton – o que não acreditamos ser sustentável. Além disso, estimamos que historicamente o preço de celulose negociou com um prêmio (mediana) de US\$ 190/ton, em relação ao custo marginal de produção – outra demonstração de que os patamares atuais não parecem sustentáveis para os produtores, conforme observamos no gráfico abaixo:



Fonte / Elaboração: RISI / STK Capital.

Nesse contexto, com o intuito de reduzir parcialmente sua volatilidade de fluxo de caixa ao longo dos ciclos, a Suzano tem buscado fechar contratos que estabeleçam *caps* e *floors* de preços, ou ainda ajustes nos descontos de acordo com a cotação da *commodity*. Hoje, tais contratos representam cerca de 20% dos volumes comercializados pela companhia.

Em termos de vantagens estruturais, a Suzano possui um custo de produção extremamente competitivo, que a coloca em uma situação diferenciada – até mesmo em cenários de preços baixos. Isso se reflete em uma estimativa de geração de caixa operacional positiva para o ano de 2023, mesmo quando ajustada para seu *capex* de manutenção.

No que diz respeito a seus investimentos em crescimento, a Suzano tem investido no projeto Cerrado, que adicionará à companhia uma capacidade nominal de 2.5 Mtpa – um incremento de aproximadamente 20% de sua capacidade atual de produção de celulose. Com expectativa de início de operação no 2S24, o projeto se encontra com 57% de progresso físico e 43% de progresso financeiro. Nessa alocação, enxergamos um valor presente líquido positivo em diferentes cenários de câmbio e celulose de longo prazo. Pelas expectativas da companhia, o custo caixa de produção estrutural deverá ficar em R\$ 400/ton – patamar competitivo não apenas em relação ao seu custo de produção atual, mas também quando comparado com competidores globais. Dito isso, não acreditamos que o projeto Cerrado esteja corretamente precificado pelo mercado, corroborando nossa visão construtiva com a tese.

Ainda no âmbito de crescimento, outro movimento positivo recente da companhia foi a aquisição do negócio de *tissue* da Kimberly Clark no Brasil, com uma planta em São Paulo e a propriedade intelectual da marca Neve, trazendo sinergias operacionais e complementaridade geográfica com seus outros ativos de *tissue*. Embora tal segmento seja pouco representativo nos resultados, continuamos enxergando-o como uma boa oportunidade de crescimento para a companhia devido ao baixo consumo per capita de tais produtos no Brasil.

Em síntese, como mencionamos no início deste comentário e discorreremos ao longo da carta, acreditamos que o posicionamento competitivo da Suzano e as dinâmicas estruturais do setor reforçam nossa confiança em nossa tese de longo prazo, sustentada por um *valuation* atraente, ainda que com estimativas que julgamos conservadoras.