

SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.

Suzano Trading Ltd.

Relatório Analítico

Ratings

Moeda Estrangeira

IDR de Longo Prazo	BB
Notas Seniores	BB

Moeda Local

IDR de Longo Prazo	BB
--------------------	----

Nacional

Rating de Longo Prazo	A+(bra)
3a Emissão de Debêntures	A+(bra)

Perspectiva

IDR de Longo Prazo em Moeda Estrangeira	Estável
IDR de Longo Prazo em Moeda Local	Estável
Rating Nacional de Longo Prazo	Estável

IDR – Issuer Default Rating – Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor

Dados Financeiros

Suzano Papel e Celulose S.A.

(BRL milhões)	30/09/11*	31/12/10
Receita Líquida	4.707	4.514
EBITDA	1.223	1.677
Margem EBITDA	26,0%	37,2%
Recursos das Operações	989	1.228
Dívida Total	8.442	7.333
Caixa e Aplicações Financeiras	2.959	3.735
Dívida Total/EBITDA (x)	6,9x	4,4x
Dívida Líquida/EBITDA (x)	4,5x	2,1x

* Últimos 12 meses.

Pesquisa Relacionada

Fitch Atribui IDRs 'BB' e Afirma Rating Nacional de Longo Prazo 'A+(bra)' da Suzano, 22 de dezembro de 2011

Perspectiva 2012: Celulose, Papel e Produtos Florestais na América Latina, 12 de janeiro de 2012

Analistas

Fernanda Rezende
+55 11 4504-2600
fernanda.rezende@fitchratings.com

Joseph Bormann, CFA
+1 312 368-3349
joe.bormann@fitchratings.com

Fundamentos dos Ratings

Liderança: Os ratings da Suzano Papel e Celulose S.A. (Suzano) refletem a liderança da companhia nos mercados brasileiros de papel para imprimir e escrever e de papel cartão, bem como a forte posição de suas operações na indústria de celulose de mercado branqueada de eucalipto (BEKP).

Base Florestal: Os ratings também consideram a ampla base florestal da Suzano, que assegura sua competitiva estrutura de custos de produção no futuro e proporciona oportunidades de crescimento orgânico à empresa. Em 30 de setembro de 2011, o valor dos terrenos e florestas da companhia era de BRL6,0 bilhões. Por ter essa base florestal e modernos equipamentos, a Suzano desfruta de uma das menores estruturas de custos de produção do mundo, o que lhe permite gerar fluxos de caixa positivos durante as baixas do ciclo do papel e da celulose.

Elevada Alavancagem: Os ratings da Suzano são limitados pelos elevados índices de alavancagem e pela expectativa de que estes permanecerão altos em 2012, à medida que aumentarem os investimentos em fábricas de celulose. Estes indicadores atingirão seu pico em 2013, quando deverá entrar em operação a fábrica de celulose do Maranhão. Pelas projeções da Fitch, o índice dívida líquida/EBITDA deve ultrapassar 4,0 vezes em 2012 e 2013, conforme a companhia aumente sua capacidade de produção de celulose de mercado para 3,4 milhões de toneladas por ano até 2013, de 1,9 milhão de toneladas por ano em 2011.

Forte Liquidez: A Suzano tem preservado, historicamente, forte liquidez. Em 30 de setembro de 2011, a companhia reportou BRL3,0 bilhões de caixa e aplicações financeiras, frente a cerca de BRL2,5 bilhões de dívida com vencimento até o final de 2012. Vencimentos de dívida de BRL1,2 bilhão em 2013 e BRL1,1 bilhão em 2014 também devem ser administráveis.

Suzano Trading Ltd: A Suzano Trading Ltd. é uma subsidiária integral da Suzano, incorporada nas Ilhas Cayman. A qualidade de crédito da Suzano e da Suzano Trading Ltd está diretamente relacionada, conforme a metodologia da Fitch "Parent and Subsidiary Rating Linkage", que relaciona os ratings de matrizes e subsidiárias, publicada em 12 de agosto de 2011.

Fatores que Podem Induzir uma Ação de Rating

Alavancagem Mais Elevada e Liquidez Enfraquecida: Os ratings de crédito da Suzano podem ser negativamente impactados por novos aumentos nos índices de alavancagem ou por significativa redução da liquidez. Ações de rating negativas também podem ser movidas por uma aquisição financiada por dívida.

Redução da Dívida: Os ratings de crédito da Suzano podem ser positivamente afetados por uma decisão da administração da companhia de manter a dívida total em patamares mais baixos por um período sustentável. Uma mudança na estrutura de capital da companhia, após aumento do capital para apoiar o agressivo projeto de expansão, também seria positiva, no entender da Fitch.

Eventos Recentes

Em janeiro de 2011, a Suzano concluiu a aquisição de 50% de participação do Consórcio Paulista de Papel e Celulose (Conpacel) da Fibria Celulose S.A. (Fibria), por BRL1,450 bilhão. Em fevereiro de 2011, a companhia finalizou a compra da companhia distribuidora de papel KSR Distribuidora (KSR), por BRL50 milhões. A aquisição da Conpacel adicionou 170 mil toneladas de celulose de mercado e 190 mil toneladas de papel.

Liquidez e Estrutura da Dívida

A Suzano tem preservado, historicamente, forte liquidez. Em 30 de setembro de 2011, a companhia reportou BRL3,0 bilhões de caixa e aplicações financeiras e BRL8,4 bilhões de dívida total, o que resultou numa dívida líquida de BRL5,5 bilhões. Estes números se comparam com a dívida líquida de BRL3,6 bilhões no final de 2010 e de BRL4,2 bilhões no final de 2009. O aumento da dívida líquida foi resultado do impacto negativo da depreciação do real em relação ao dólar (52% da dívida total é denominada na moeda norte-americana) e, em menor grau, de novas dívidas.

A liquidez é adequada. A companhia possui BRL2,5 bilhões de vencimento de dívida até o final de 2012, além de BRL1,2 bilhão em 2013 e BRL1,1 bilhão em 2014, que também devem ser administráveis.

A dívida total é composta por financiamentos à exportação e importação, empréstimos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), debêntures e notas seniores. Os empréstimos do BNDES destinados ao financiamento de construção de fábricas e para a compra de terrenos para plantação. Quase toda a dívida junto ao banco é denominada em reais, com taxa de juros indexada à taxa de juros de longo prazo do Banco Central. A dívida junto ao BNDES é garantida. As notas seniores da Suzano, no valor de BRL650 milhões, foram emitidas em setembro de 2010 e têm vencimento em 23 de janeiro de 2021. Em 30 de setembro de 2011, cerca de 52% da dívida total era denominada em moeda estrangeira.

Composição da Dívida

Tipo	Setembro de 2011		Dezembro de 2010		Dezembro de 2009	
	BRL mi	%	BRL mi	%	BRL mi	%
Notas Seniores	1.189	14%	1.072	15%	-	-
Capital de Giro	3.403	40%	2.964	40%	3.159	47%
BNDES	2.574	30%	2.224	30%	2.278	34%
Outros	455	5%	448	6%	488	7%
Debêntures	820	10%	625	9%	800	12%
Dívida Total	8.442		7.333		6.725	
Dívida de Curto Prazo	1.938	23%	1.448	20%	1.463	22%
Dívida de Longo Prazo	6.504	77%	5.885	80%	5.262	78%
Dívida em Moeda Local	4.083	48%	3.727	51%	3.956	59%
Dívida em Moeda Estrangeira	4.359	52%	3.606	49%	2.768	41%
Caixa Total	2.959		3.735		2.533	
Caixa Total / Dívida de Curto Prazo	153%		258%		173%	

Fonte: Suzano

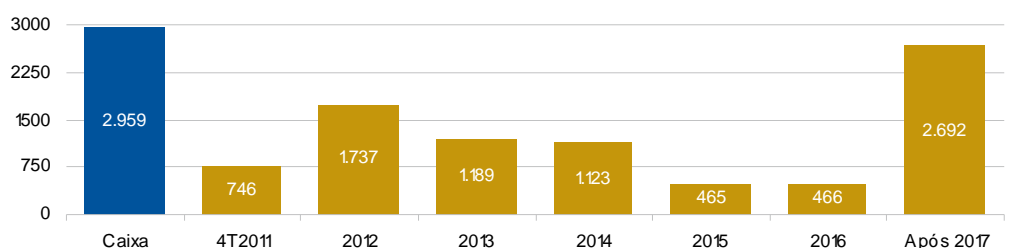
Metodologia Aplicada

Corporate Rating Methodology, 12 de agosto de 2011

National Ratings Criteria, 19 de janeiro de 2011

Cronograma de Amortização da Dívida

(BRL Milhões)



Fonte: Suzano

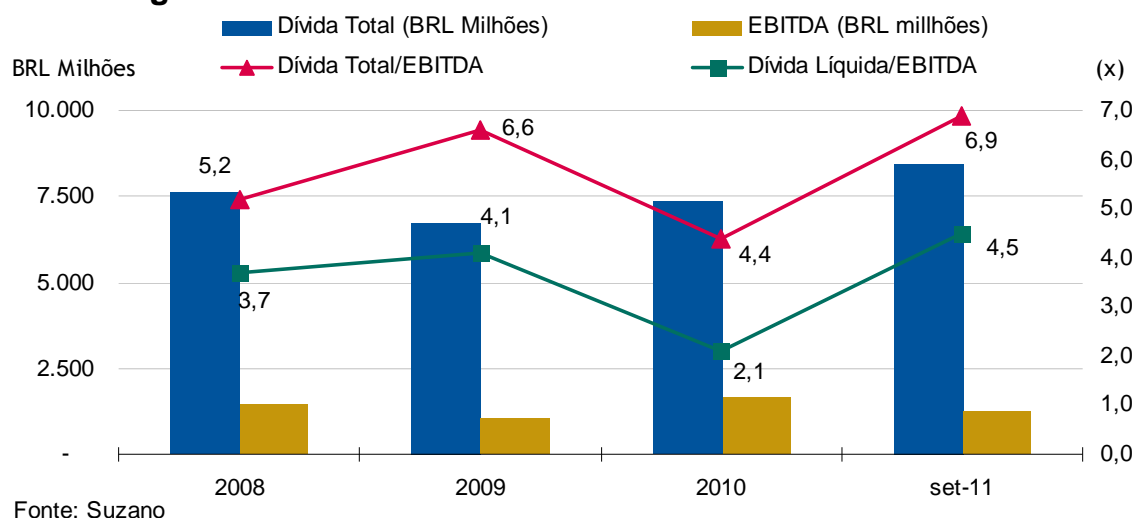
Fluxo de Caixa/Cobertura Serviço da Dívida

A forte capacidade de geração de fluxo caixa da Suzano é pressionada por seu elevado plano de investimentos. A companhia gerou BRL1,2 bilhão de EBITDA e BRL989 milhões de recursos das operações (FFO) no período de 12 meses encerrado em 30 de setembro de 2011. Estes números se comparam com BRL1,7 bilhão de EBITDA e BRL1,2 bilhão de FFO em 2010. Com investimentos de BRL2,4 bilhões e dividendos de BRL162 milhões, o fluxo de caixa livre foi negativo em BRL1,6 bilhão no período.

Os elevados investimentos refletem os projetos de expansão (unidades do Maranhão e Piauí) e a aquisição de 50% de participação na Conpacel, assim como a compra da KSR. O agressivo plano de investimentos da Suzano pressionará ainda mais o fluxo de caixa livre nos próximos 18 meses. A posição de caixa da empresa pode se beneficiar da venda de ativos não relacionados à atividade principal ou de parcerias. A Suzano tem forte acesso a linhas de financiamento de longo prazo no mercado de dívida local e nos mercados de capital e deverá financiar a maior parte da sua expansão com dívida.

Conforme esperado pela Fitch, a alavancagem cresceu em 2011 e deverá continuar aumentando. No período de 12 meses encerrado em 30 de setembro de 2011, o índice dívida total/EBITDA da Suzano era de 6,9 vezes, enquanto o de dívida líquida/EBITDA era de 4,5 vezes, pelos cálculos da Fitch. Estes índices se comparam com os de 4,4 vezes e 2,1 vezes, respectivamente, em 2010, e 6,6 vezes e 4,1 vezes, em 2009. A empresa tem reportado, historicamente, alavancagem mais elevada do que seus pares da América Latina. Entre 2005 e 2008, a alavancagem líquida média da companhia foi de 3,5 vezes.

Alavancagem



A alavancagem deverá permanecer elevada nos próximos dois anos, uma vez que a Suzano pretende investir cerca de BRL4,0 bilhões em 2012 e BRL2,2 bilhões em 2013, sem considerar a venda de ativos. A alavancagem também deverá ser pressionada pela expectativa de preços de celulose relativamente fracos, devido à recuperação global mais lenta, ao excesso de capacidade de produção de papel na China e à capacidade adicional de celulose. O aumento dos índices de alavancagem levaram à quebra de *covenant* da terceira emissão de debêntures. A companhia recebeu *waiver* e pagou prêmio aos debenturistas.

A Suzano está atualmente analisando algumas ações para reduzir a alavancagem, entre elas: desinvestimento de terras não estratégicas; pré venda de energia; possibilidade de terceirizar atividades de porto, linhas ferroviárias, tratamento de água e efluentes; venda de ativos no segmento de papel; venda de participação em novos projetos do segmento de celulose; e aumento de capital.

Perfil da Companhia

A família Feffer detém 95% do capital votante da empresa e 53,9% de seu capital total. Cerca de 45% do capital da empresa são negociados em bolsa de valores. A Suzano possui cinco unidades de produção localizadas na Bahia e em São Paulo, com capacidade total de produção de 1,3 milhão de toneladas de papel e 1,9 milhão de toneladas de celulose.

A maior está em Mucuri, na Bahia, onde há duas linhas de produção de celulose, com capacidade para produzir 1,5 milhão de toneladas de celulose e 250 mil toneladas de papel não revestido para imprimir e escrever por ano. A fábrica é muito moderna, e a celulose e o papel nela produzido se destinam, basicamente, aos mercados de exportação.

A Suzano tem quatro unidades de produção no Estado de São Paulo. A unidade Suzano opera uma fábrica de celulose com capacidade de produção anual de 40 mil toneladas de celulose de mercado e quatro máquinas de papel, com capacidade anual combinada de 270 mil toneladas de papel não revestido, 90 mil toneladas de papel revestido e 200 mil toneladas de papel cartão. A unidade Rio Verde possui duas máquinas pequenas, capazes de produzir, por ano, 50 mil toneladas de papel não revestido.

A Conpacel tem capacidade de produção de 340 mil toneladas de celulose de mercado, 280 mil de papel não revestido e 100 mil de papel revestido. A Suzano também tem 50 mil toneladas de capacidade de produção de papel cartão instalada na fábrica de Embú.

A Suzano abastece suas unidades de produção com fibra proveniente de suas plantações de eucalipto nos estados da Bahia, de Minas Gerais, São Paulo e Espírito Santo. Em setembro de 2011, a Suzano possuía 800 mil hectares de terra, dos quais 343 mil eram dedicados ao cultivo de eucalipto para atender as plantas atuais e expansões.

Acionistas

(Set. 2011)

	% Capital Total
Família Feffer	53,9%
BNDESPAR	4,4%
Outros	6,8%
Mercado	34,9%

Fonte: Suzano.

Capacidade de Produção

(000 Toneladas, 30 de setembro de 2011)

	Celulose de Mercado	Total Papéis	Papel Não Revestido	Papel Revestido	Papelão
Mucuri (Bahia)	1.540	250	250	-	-
Suzano (São Paulo)	40	550	270	90	200
Rio Verde (São Paulo)	-	50	50	-	-
Limeira (São Paulo)	340	380	280	100	-
Embú (São Paulo)	-	50	-	-	50
Total	1.920	1.280	850	190	250

Fonte: Suzano

Segmentos de Negócio

No período de 12 meses encerrado em setembro de 2011, a receita líquida foi de BRL4,7 bilhões, comparada a BRL4,5 bilhões em 2010 e BRL4,0 bilhões em 2009. O mercado doméstico representou 46% da receita líquida nesse período e as exportações, 54%, comparado com 42% e 58%, respectivamente, em 2010.

A participação do segmento de celulose na composição da receita da Suzano foi de 43% no período de 12 meses encerrado em 30 de setembro de 2011, e se compara com 45% em 2010 e 41% em 2009. O produto permaneceu como importante gerador de moeda estrangeira. As exportações representaram 80% das vendas de celulose no período de 12 meses encerrado em setembro de 2011. Vendas para a China mitigaram em parte a demanda mais fraca da Europa. No mesmo período, a Ásia representou 34% das vendas de celulose, enquanto a Europa respondeu por outros 34%, o Brasil por 20%, a América do Norte por 11% e a América do Sul e Central, por 1%.

O preço de celulose aumentou no final de 2009 devido à forte demanda da China e aos fechamentos temporários ou permanentes de fábricas menos eficientes. Os preços da celulose de mercado continuaram a se elevar em 2010 devido aos baixos níveis de estoque, à forte demanda da China, à greve dos trabalhadores na Finlândia e ao terremoto no Chile. Os preços permaneceram elevados durante o primeiro semestre de 2011, uma vez que a capacidade estava relativamente limitada.

Nos nove primeiros meses de 2011, o segmento de papel representou 57% das vendas da Suzano. Cerca de 66% das vendas de papel foram destinadas ao mercado doméstico. Dado o fraco ambiente global, as exportações de papel se reduziram para 34% das vendas de papel no período, de 47% em 2009.

Evolução do Desempenho Operacional

	9 meses Set/2011	2010	2009	2008
Capacidade - Produção Celulose ('000 toneladas)	1.920	1.750	1.750	1.650
Capacidade - Produção Papel ('000 toneladas)	1.290	1.100	1.100	1.100
Produção de Celulose ('000 toneladas)	1.321	1.617	1.590	1.524
% Capacidade de Produção	91,7%	92,4%	90,9%	92,4%
Produção de Papel ('000 toneladas)	948	1.128	1.088	1.140
% Capacidade de Produção	98,0%	102,5%	98,9%	103,6%
Vendas de Celulose ('000 toneladas)	1.300	1.607	1.780	1.320
Vendas de Papel ('000 toneladas)	934	1.156	1.116	1.162
Receita Líquida (BRL milhões)	3.512	4.514	3.953	4.064
<i> Mercado Doméstico</i>	46%	42%	42%	46%
<i> Exportações</i>	54%	58%	58%	54%
Celulose - Receita Líquida (BRL milhões)	1.504	2.018	1.609	1.539
<i> Celulose - Mercado Doméstico</i>	20%	18%	14%	17%
<i> Celulose - Exportações</i>	80%	82%	86%	83%
Papel - Receita Líquida (BRL milhões)	2.008	2.496	2.344	2.525
<i> Papel - Mercado Doméstico</i>	66%	63%	53%	63%
<i> Papel - Exportações</i>	34%	38%	47%	37%
EBITDA (BRL milhões)	887	1.703	1.021	1.469
Margem EBITDA	25,2%	37,7%	25,8%	36,2%

Fonte: Suzano

Setor

Uma crise na dívida soberana da Europa que resulte em recessão poderia impactar os produtores de celulose. As condições de mercado na Europa já estão muito difíceis devido ao longo histórico do setor e à queda da demanda por papel, causada por preocupações econômicas. A combinação destes fatores levou algumas companhias integradas de papel a fechar suas unidades de produção de papel e a exportar celulose.

Para os produtores de celulose de mercado, a dinâmica do mercado chinês é complexa, mas a condição da China é, de modo geral, favorável para as companhias no curto a longo prazo. Do lado positivo da equação, a renda da população na China está aumentando, o que sustenta a crescente demanda por papel e produtos *tissue*. Milhões de toneladas de capacidade de produção de papel estão sendo acrescidas anualmente para atender a esta procura, e a celulose produzida internamente não é suficiente. Do outro lado da equação, o excesso de capacidade de produção de papel limita o poder capacidade dos produtores de celulose de elevar os preços. Estes também são negociados mais frequentemente no mercado de balcão do que em outras regiões, e a demanda do mercado pode desaparecer por semanas em alguns períodos.

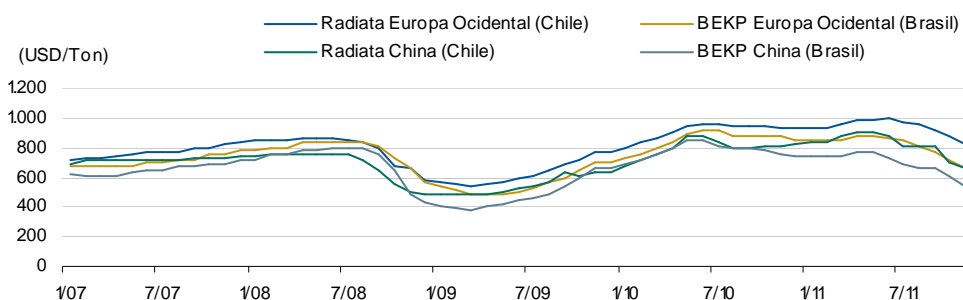
A indústria de celulose de mercado consiste na celulose vendida principalmente a produtores de papel e *tissue*. Trata-se de um mercado com mais de cinquenta milhões de toneladas de celulose por ano, dividido quase igualmente entre fibra longa e fibra curta. Várias das principais companhias de celulose de mercado do mundo estão sediadas na América Latina.

Os produtores latino-americanos apresentam estruturas que as colocam na ponta mais baixa

da curva de custos da indústria. A sustentabilidade destas empresas se deve a florestas muito produtivas - resultado do clima bastante favorável ao cultivo das árvores - e às modernas fábricas de celulose. As medidas de rentabilidade destes produtores estão entre as mais altas da indústria global.

Vários projetos de celulose de mercado na América Latina foram anunciados ou estão sendo discutidos. O crescimento do mercado poderá não absorver estes projetos nos momentos mais adequados. Se não ocorrerem fechamentos das fábricas existentes ou atrasos dos novos projetos, os preços poderão se reduzir ainda mais e a reconstrução de balanços patrimoniais mais fortes seria postergada.

Histórico de Preços da Celulose e do Papel



Fonte: Pulpwatch.

Estratégia

A Suzano pretende aumentar sua capacidade de produção anual de celulose para 3,4 milhões de toneladas em 2013, de 1,9 milhão de toneladas em 2011, e manter sua capacidade de produção de papel em 1,3 milhão de toneladas. A companhia planeja desenvolver uma fábrica de celulose no Maranhão (entrada em operação estimada para o final de 2013), com capacidade de produção anual de 1,5 milhão de toneladas. A Fitch considerou positivo o recente anúncio da Suzano de adiar a decisão de compra de equipamento industrial da nova fábrica de celulose no Piauí até o primeiro semestre de 2014, tendo em vista as atuais condições de mercado.

As participações de mercado da companhia, de 31% em papel para imprimir e escrever não revestido e de 26% em papel cartão, permitem que ela seja líder em preços no Brasil. A Suzano também produz 1,9 milhão de toneladas de celulose de mercado, o que a torna uma das dez maiores produtoras de celulose de mercado do mundo.

A vantagem competitiva da Suzano e de outras produtoras brasileiras de celulose é considerada sustentável de curto a médio prazos. Isto se deve sobretudo ao acesso da companhia a fibra de baixo custo, devido à produtividade das árvores de eucalipto. Ao contrário de outras espécies de fibra curta em diferentes partes do mundo, que podem levar de 12 a quarenta anos para amadurecer, as árvores de eucalipto cultivadas no Brasil são colhidas após seis ou sete anos. Como resultado, o custo da madeira, para a empresa, está entre os mais reduzidos da indústria. Isto permite à Suzano gerar fluxos de caixa positivos durante as baixas do ciclo da celulose e do papel. A produtividade destas florestas também minimiza a quantidade de terras que a Suzano precisa ter em relação a seus concorrentes do Hemisfério Norte e ajuda a conter os gastos da empresa com transporte.

A companhia aumenta as vantagens de custo de sua fibra e transporte controlando sua necessidade de compra de energia de fornecedores externos. A Suzano satisfaz 100% de suas necessidades de energia elétrica em Mucuri e cerca de dois terços das necessidades totais de suas operações através de cogeração. Os custos de mão-de-obra da empresa são substancialmente inferiores aos de seus concorrentes na Europa e na América do Norte.

Resumo Financeiro — Suzano Papel e Celulose S.A.

(BRL 000)

	30/09/2011*	2010	2009	2008	2007
EBITDA Operacional	1.223.234	1.677.293	1.020.721	1.469.236	1.146.298
EBITDAR Operacional	1.223.234	1.677.293	1.020.721	1.469.236	1.146.298
Margem do EBITDA Operacional (%)	26,0	37,2	25,8	36,2	33,6
Margem do EBITDAR Operacional (%)	26,0	37,2	25,8	36,2	33,6
Retorno dos Recursos das Operações sobre Capitalização Total Ajustada (%)	8,0	10,2	10,5	13,9	13,4
Margem do Fluxo de Caixa Livre (%)	-34,9	7,2	12,4	-8,0	-11,7
Retorno sobre Capitalização Ajustada Média (%)	0,6	11,8	21,6	-11,1	12,9
Coberturas					
Cobertura dos Juros pelos Recursos das Operações (X)	3,2	4,1	2,8	3,8	4,0
EBITDA Operacional / Despesa Bruta com Juros (X)	2,7	4,2	2,4	3,5	3,4
EBITDAR Operacional / (Despesa Bruta com Juros + Despesa com Aluguel) (X)	2,7	4,2	2,4	3,5	3,4
EBITDA Operacional / Serviço da Dívida (X)	0,5	0,9	0,5	0,7	1,1
EBITDAR Operacional / Serviço da Dívida (X)	0,5	0,9	0,5	0,7	1,1
Cobertura das Cobranças Fixas pelos Recursos das Operações (X)	3,2	4,1	2,8	3,8	4,0
Cobertura do Serviço da Dívida pelo Fluxo de Caixa Livre (X)	-0,5	0,4	0,5	0,0	-0,1
(Fluxo de Caixa Livre + Caixa e Equivalentes + Cobranças Fixas)/Serviço da Dívida (X)	0,7	2,4	1,8	1,1	1,2
Fluxo de Caixa das Operações/ Investimentos no Imobilizado(X)	0,4	2,0	1,8	0,8	0,8
Estrutura de Capital e Alavancagem					
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido/Recursos das Operações(X)	5,8	4,5	5,7	4,8	4,2
Dívida Total com Capital Híbrido/EBITDA Operacional (X)	6,9	4,4	6,6	5,2	5,0
Dívida Líquida com Capital Híbrido/ EBITDA Operacional (X)	4,5	2,1	4,1	3,7	3,8
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido/EBITDAR Operacional (X)	6,9	4,4	6,6	5,2	5,0
Dívida Líquida Ajustada com Capital Híbrido/ EBITDAR Operacional (X)	4,5	2,1	4,1	3,7	3,8
Custo Financeiro Implícito (%)	5,7	5,7	5,9	6,3	6,0
Dívida Securitizada/Dívida Total (X)	-	0,4	0,3	0,3	0,4
Dívida de Curto Prazo/Dívida Total (X)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Balanco Patrimonial					
Ativo Total	20.978.621	18.913.509	12.758.969	12.958.479	11.568.393
Caixa e Equivalentes	2.958.938	3.735.438	2.533.285	2.176.312	1.339.920
Dívida de Curto Prazo	1.938.324	1.448.060	1.462.761	1.737.326	748.906
Dívida de Longo Prazo	6.504.134	5.885.135	5.262.105	5.898.239	4.976.453
Dívida Total	8.442.458	7.333.195	6.724.866	7.635.565	5.725.359
Capital Híbrido †	-	-	-	-	-
Dívida Total com Capital Híbrido	8.442.458	7.333.195	6.724.866	7.635.565	5.725.359
Dívida Fora do Balanço	0	0	0	0	0
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido	8.442.458	7.333.195	6.724.866	7.635.565	5.725.359
Patrimônio Líquido Total	9.588.749	8.640.671	4.383.780	3.736.659	4.374.681
Capitalização Total Ajustada	18.031.207	15.973.866	11.108.646	11.372.224	10.100.040
Fluxo de Caixa					
Recursos das Operações	989.028	1.227.766	749.584	1.157.585	1.015.816
Varição no Capital de Giro	-15.631	-49.899	435.490	-352.127	24.436
Fluxo de Caixa das Operações	973.397	1.177.867	1.185.074	805.458	1.040.252
Fluxo de Caixa Não-Operacional/Não-Recorrente	0	0	0	0	0
Investimentos no Imobilizado	-2.454.169	-603.077	-658.658	-1.065.854	-1.292.830
Dividendos	-161.778	-249.022	-35.347	-64.619	-147.133
Fluxo de Caixa Livre	-1.642.550	325.768	491.069	-325.015	-399.711
Aquisições e Desinvestimentos, Líquido	-77.854	235.531	62.331	50.802	44.029
Outros Investimentos, Líquido	-464.517	15.051	0	598.244	0
Recursos de Dívida, Líquido	1.548.365	753.665	-111.028	819.143	270.430
Recursos de Capital, Líquido	0	-42.560	0	-297.578	39
Outros	-29.931	-85.302	-85.399	-86.206	-89.382
Varição do Saldo de Caixa	-666.487	1.202.153	356.973	759.390	-174.595
Demonstração de Resultados					
Receita Líquida	4.707.002	4.513.883	3.952.746	4.063.596	3.409.668
Varição na Receita Líquida (%)	9%	14%	-3%	19%	10%
Lucro Operacional	602.225	1.151.445	535.699	938.429	694.261
Despesa Bruta com Juros	455.438	401.693	421.601	417.785	335.730
Despesa com Aluguel	0	0	0	0	0
Lucro Líquido	53.098	768.997	877.932	-451.308	539.353

* Últimos doze meses Fonte: Fitch Ratings.

Os Ratings Nacionais de Longo Prazo acima foram solicitados pelo, ou em nome do, emissor, e, portanto, a Fitch foi compensada pela avaliação dos ratings. Entretanto, os IDRs acima não foram solicitados pelo emissor e são fornecidos pela Fitch como um serviço aos investidores.

TODOS OS RATINGS DE CREDITO DA FITCH ESTAO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITACOES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR ESSAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). AS DEFINIÇÕES E TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE PÚBLICO DA AGÊNCIA, EM WWW.FITCHRATINGS.COM. OS RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS PUBLICADOS ESTÃO PERMANENTEMENTE DISPONÍVEIS NESTE SITE. O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH E POLÍTICAS DE CONFIDENCIALIDADE, CONFLITOS DE INTERESSE; SEGURANÇA DE INFORMAÇÃO (FIREWALL) DE AFILIADAS, COMPLIANCE E OUTRAS POLÍTICAS E PROCEDIMENTOS RELEVANTES TAMBÉM ESTÃO DISPONÍVEIS NESTE SITE, NA SEÇÃO "CÓDIGO DE CONDUTA".

Copyright © 2012 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telefone:

1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Fax: (212) 480-4435. Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados. Ao atribuir e manter seus ratings, a Fitch conta com informações factuais que recebe de emissores e *underwriters* e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch executa uma pesquisa razoável das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém razoável verificação destas informações de fontes independentes, na medida em que estas fontes estejam disponíveis com determinado patamar de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emitente esteja localizado, da disponibilidade e natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações pré-existentes de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe com respeito a um rating serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir seus ratings, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e predições sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado.

As informações neste relatório são fornecidas "tal como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião se apoia em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhuma classificação é de responsabilidade exclusiva de um indivíduo, ou de um grupo de indivíduos. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa da oferta ou venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria compartilhada. Os profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser modificados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxação sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe honorários de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e *underwriters* para avaliar os títulos. Estes honorários geralmente variam entre USD1.000 e USD750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada seguradora ou garantidor, mediante o pagamento de uma única taxa anual. Tais honorários podem variar de USD10.000 a USD1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e distribuição por meios eletrônicos, a pesquisa da Fitch poderá ser disponibilizada para os assinantes eletrônicos até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.