



POR MARCELLO COLLARES

VICE-PRESIDENTE – AMÉRICA LATINA,
FISHER INTERNATIONAL

✉: mcollares@fisher.com

A VENDA DA ELDORADO CELULOSE

A oferta de venda da Eldorado resultou em um processo de licitação intenso que atraiu vários interessados da América Latina, China e Indonésia. Apesar de a Paper Excellence B.V. ter surgido como vencedora, pagando R\$ 15 bilhões (aproximadamente US\$ 4,7 bilhões) e assumindo plenamente a dívida da Eldorado de quase US\$ 2,6 bilhões, a APP da Indonésia é o proprietário de fato, devido a uma rede de conexões entre as duas entidades.

Urban Lundberg, meu colega e consultor sênior da Fisher, acabou de completar um estudo sobre esta venda. Gostaria de compartilhar alguns destaques notáveis do processo.

Ainda uma empresa jovem, que marca o início de suas atividades em 2012, a fábrica da Eldorado em Três Lagoas-MS possui uma única linha de produção de celulose de mercado, com capacidade de 1,7 milhão de toneladas – a linha individual de maior capacidade no mundo. A companhia está localizada a menos de 700 km do porto de Santos-SP, ao qual se liga por hidrovias, estradas e linhas férreas. A empresa possui 240 mil hectares de fazendas de eucaliptos, contribuindo para seu excelente posicionamento na curva de custos (veja a Figura 1).



Figura 1



Figura 2

A vantagem da América Latina na curva de custos aumenta quando consideramos a madeira integrada às fábricas, estimando o custo de fibra a *transfer price*, e a Eldorado destaca-se ainda mais dentro do cenário mundial (*confira os dados da Figura 2*). A China figura como o maior mercado da Eldorado, seguida pela Europa.

Apesar de seu forte posicionamento de custos, a Eldorado necessita

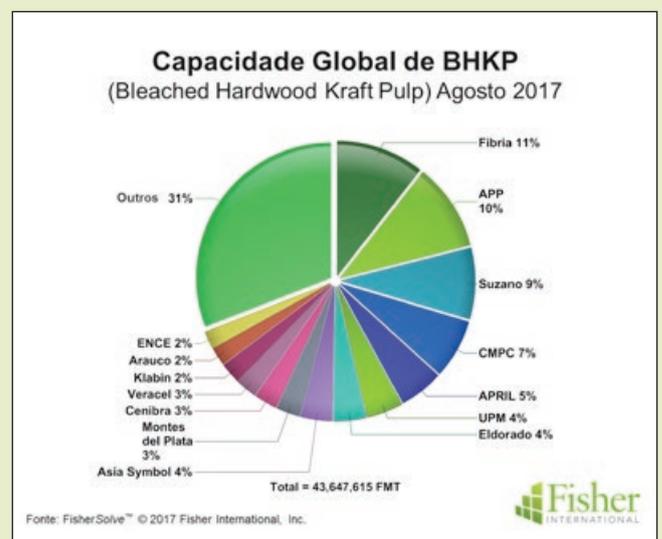


Figura 3



Figura 4

de um parceiro estratégico, capaz de assegurar as linhas de crédito necessárias para o ambicioso projeto de expansão da fábrica de Três Lagoas. O plano, que busca mais que dobrar a capacidade da fábrica, tem conclusão programada para até 2020.

O mercado de BHKP (celulose de fibra curta branqueada) tem um grau de concentração relativamente baixo, com os cinco maiores *players* produzindo 42% do total, conforme demonstram os dados da Figura 3. A Fibria, empresa líder, tem 11% da capacidade total, o que será incrementado, quando a nova linha atingir sua capacidade nominal. Espera-se uma adição de 1,7 milhão de toneladas por ano.

Há aproximadamente 320 linhas de celulose de mercado no mundo, com clara tendência de linhas cada vez maiores. Todas as linhas com capacidade superior a 1 milhão de toneladas anuais estão localizadas na América Latina e na Ásia. A exceção fica por conta da linha recém-inaugurada na fábrica Metsä Fibre Äänekoski. (Veja a Figura 4)

A Paper Excellence, baseada na Holanda, é uma competidora relativamente pequena na indústria global de celulose, mas sua forte conexão com a APP (propriedade de um grande conglomerado indonésio – Sinar Mas) a faz mais influente e poderosa do que seu tamanho pode sugerir.

Com a aquisição da Eldorado, o conglomerado liderado pela APP torna-se o líder mundial na produção de BHKP, com 15% de participação neste mercado.

De acordo com a ferramenta de inteligência de mercado FisherSolve™, a Paper Excellence tinha uma produção de celulose de

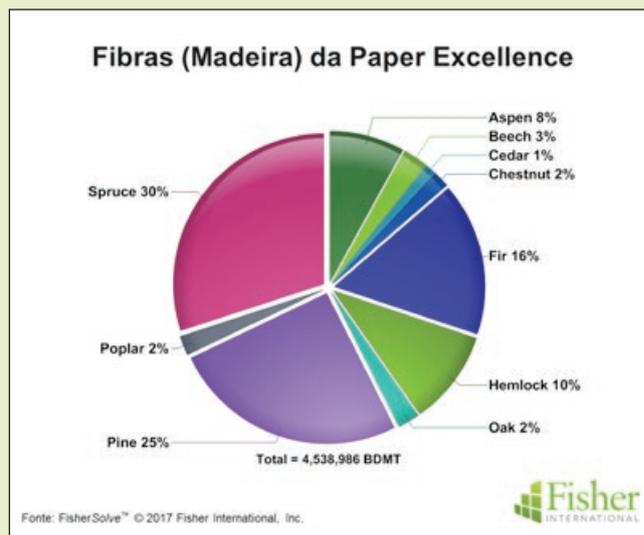


Figura 5

mercado ao redor de 2 milhões de toneladas anuais (principalmente kraft). Operava sete fábricas no Canadá e na França, produzindo celulose de fibra curta e longa. A aquisição da Eldorado adiciona eucalipto (BEKP – Bleached Eucalyptus Kraft Pulp) ao seu variado portfólio de fibras, de acordo com a Figura 5. Considerado por muitos como tendo um histórico mais sustentável do que a acácia, o eucalipto pode ajudar a APP a expandir seus mercados para a Europa e a América do Norte.

A Eldorado é claramente uma aquisição muito atraente. Por outro lado, porém, é importante perguntar-se sobre os potenciais riscos. A expansão planejada demanda muito capital, e atrasos ou dificuldades na execução podem exigir mais recursos. A atual instabilidade política no Brasil ou uma apreciação muito forte do real sugere precauções. Ainda assim, ponderando-se todos os fatores, os benefícios superam os riscos do processo.

O mercado global de celulose verá grandes mudanças nos anos que estão por vir. O grau de consolidação do mercado ainda é relativamente pequeno e apresenta oportunidades de fusões. Um maior grau de consolidação poderá reduzir a volatilidade dos preços de celulose e, possivelmente, incrementar as margens. O crescente mercado de tissue oferece rentáveis oportunidades de integração.

São esperadas novas fusões e aquisições. Quando veremos a aquisição de um grande produtor de celulose por uma empresa chinesa? E as fusões tão faladas, como Fibria e Suzano? O tempo irá nos trazer as respostas. ■