

Índice

5. Gerenciamento de riscos e controles internos

5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos	1
5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado	4
5.3 - Descrição - Controles Internos	5
5.4 - Alterações significativas	6

10. Comentários dos diretores

10.1 - Condições financeiras/patrimoniais	7
10.2 - Resultado operacional e financeiro	24
10.3 - Efeitos relevantes nas DFs	31
10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases	32
10.5 - Políticas contábeis críticas	36
10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs	38
10.7 - Coment. s/itens não evidenciados	39
10.8 - Plano de Negócios	40
10.9 - Outros fatores com influência relevante	41

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

5.1. Riscos de mercado a que a Companhia está exposta, inclusive em relação a riscos cambiais e a taxa de juros:

A Companhia está sujeita aos riscos de mercado no curso normal de suas atividades. Tais riscos estão relacionados principalmente às alterações adversas em taxas de juros e câmbio, à indústria em geral, às atividades e à regulamentação do setor de atuação, bem como às licenças ambientais necessárias para o desenvolvimento das atividades.

A instabilidade cambial pode prejudicar a economia brasileira, bem como a Companhia.

Em decorrência de diversas pressões, a moeda brasileira tem sofrido oscilações recorrentes com relação ao Dólar, ao Euro e outras moedas fortes ao longo dos últimos anos.

Em 31 de dezembro de 2009, com a recuperação econômica, observou-se a valorização de 25% da moeda brasileira frente ao dólar. Em 31 de dezembro de 2009, a taxa de câmbio entre o real e o dólar era de R\$ 1,74 por US\$ 1,00. Ao final do ano de 2010, a moeda brasileira havia apresentado uma valorização de 4% em comparação ao fim de 2009, com cotação final de R\$ 1,67 por US\$ 1,00. Durante 2011, o real desvalorizou-se 13%, encerrando o ano com a taxa de câmbio de R\$ 1,88 por US\$ 1,00.

A desvalorização do real frente ao dólar afeta negativamente o endividamento da Companhia em moeda estrangeira, porém afeta positivamente a receita das exportações, melhorando o resultado operacional da Companhia. O contrário acontece quando da valorização do real, reduzindo o endividamento da Companhia, porém impactando negativamente as receitas de exportação assim como o resultado operacional.

O declínio no nível de atividade econômica e a consequente estagnação ou desaceleração do crescimento do PIB brasileiro e mundial pode reduzir a demanda por produtos da Companhia.

Os resultados operacionais da Companhia são afetados pelo nível de atividade econômica no Brasil e no mundo. Uma diminuição da atividade econômica brasileira e mundial tipicamente resulta em redução da produção industrial que, por sua vez, implica redução do consumo dos produtos da Companhia. Caso ocorra desaceleração do crescimento do PIB brasileiro e mundial, os resultados operacionais da Companhia podem vir a ser afetados adversamente.

O aumento ou a manutenção de elevadas taxas de juros reais pode causar um efeito adverso à economia brasileira e à Companhia.

A Companhia está exposta ao risco de taxa de juros, uma vez que a maior parte de suas obrigações financeiras estão atreladas a taxas flutuantes (Taxa de Juros de Longo Prazo, definida pelo Banco Central do Brasil, Taxa DI). De forma geral, a taxa de juros de curto prazo do Brasil, em decorrência da determinação pelo Banco Central das taxas de juros de curto prazo, foi mantida em altos níveis nos últimos anos. A elevação das taxas de juros pode afetar negativamente a demanda interna, consequentemente os produtos da Companhia.

Em 31 de dezembro de 2011, 2010 e 2009, as taxas de juros de curto prazo foram 8,75%, 10,65% e 11,00% ao ano, respectivamente.

Caso o Governo Federal aumente as taxas de juros, incluindo a Taxa de Juros a Longo Prazo ou adote outras medidas com relação à política monetária que resultem em um aumento significativo das taxas de juros, as despesas financeiras da Companhia poderão aumentar significativamente, afetando adversamente a sua condição econômico-financeira.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

O governo brasileiro exerceu e continua a exercer influência significativa sobre a economia brasileira. Essa influência, bem como a conjuntura econômica e política brasileira, podem afetar adversamente a Companhia.

A Companhia não tem controle sobre quais medidas ou políticas o governo brasileiro poderá adotar no futuro, e não pode prevê-las. Os negócios da Companhia, sua situação financeira, o resultado de suas operações e suas perspectivas poderão ser prejudicados por modificações relevantes nas políticas ou normas que envolvam ou afetem fatores, tais como:

- expansão ou contração da economia global ou brasileira;
- controles cambiais e restrições a remessas para o exterior;
- controle sobre importação e exportação;
- flutuações cambiais relevantes;
- alterações no regime fiscal e tributário;
- alterações nas normas trabalhistas;
- liquidez dos mercados financeiros e de capitais domésticos;
- taxas de juros;
- inflação;
- política monetária;
- ambiente regulatório pertinente às atividades da Companhia;
- política fiscal; e
- outros acontecimentos políticos, diplomáticos, sociais e econômicos que venham a ocorrer no Brasil ou que o afetem.

A incerteza quanto à implementação de mudanças por parte do governo brasileiro nas políticas ou normas que venham a afetar esses ou outros fatores no futuro pode contribuir para a incerteza econômica no Brasil e para aumentar a volatilidade do mercado brasileiro de valores mobiliários e dos valores mobiliários emitidos no exterior por companhias brasileiras. Tais incertezas e outros acontecimentos futuros na economia brasileira poderão afetar a Companhia.

A inflação e os esforços do governo brasileiro de controle da inflação podem contribuir significativamente para a incerteza econômica no Brasil, o que pode afetar adversamente a Companhia, suas atividades e sua capacidade de pagamento.

As medidas do governo brasileiro para controle da inflação frequentemente têm incluído a manutenção de política monetária restritiva com altas taxas de juros, restringindo assim a disponibilidade de crédito e reduzindo o crescimento econômico. Como consequência, as taxas de juros têm flutuado de maneira significativa.

Eventuais futuras medidas do governo brasileiro, inclusive redução das taxas de juros, intervenção no mercado de câmbio e ações para ajustar ou fixar o valor do Real poderão desencadear aumento de inflação. Na hipótese de o Brasil sofrer aumento de inflação no futuro, o governo brasileiro poderá optar por elevar as taxas de juros oficiais.

A alta na taxa de juros pode ter um efeito adverso nas atividades, e capacidade de pagamento da Companhia, pelos seguintes motivos: (i) a Companhia pode não ser capaz de reajustar os preços que cobra de seus clientes e pagadores para compensar os efeitos da inflação sobre a sua estrutura de custos; (ii) a alta das taxas de inflação poderá gerar um aumento na taxa de juros interna impactando diretamente no custo de captação de recursos da Companhia, bem como no seu custo de financiamento, de modo a elevar o custo de serviço de dívidas da Companhia expressas em reais, acarretando, deste modo, um lucro líquido menor para a Companhia; e (iii) a elevação da taxa de inflação e seu efeito sobre a taxa de juros interna poderão acarretar redução da liquidez da Companhia nos mercados internos de capitais e de crédito, o que afetaria diretamente a sua capacidade para refinarçar seus endividamentos. Qualquer

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

redução na receita líquida ou no lucro líquido e qualquer deterioração da situação econômico-financeira da Companhia poderão afetar a capacidade de pagamento da Companhia.

Acontecimentos políticos, econômicos e sociais e a percepção de riscos em outros países, podem prejudicar o preço de mercado dos valores mobiliários brasileiros, inclusive o preço de mercado dos valores mobiliários da Companhia.

O valor de mercado de valores mobiliários de emissão de companhias brasileiras é influenciado, em diferentes graus, pelas condições econômicas e de mercado de outros países. A reação dos investidores aos acontecimentos em outros países pode causar um efeito adverso sobre o valor de mercado dos valores mobiliários emitidos por companhias brasileiras. Crises nesses países podem reduzir o interesse dos investidores nos valores mobiliários das companhias brasileiras, inclusive os valores mobiliários de emissão da Companhia.

No passado, o desenvolvimento de condições econômicas adversas em outros países do mercado emergente resultou, em geral, na saída de investimentos e, consequentemente, na redução de recursos externos investidos no Brasil. A crise financeira originada nos Estados Unidos no terceiro trimestre de 2008 resultou em um cenário recessivo em escala global, com diversos reflexos, que, direta ou indiretamente, afetaram, e afetam, de forma negativa o mercado acionário e a economia do Brasil, tais como oscilações nas cotações de valores mobiliários de companhias abertas, falta de disponibilidade de crédito, redução de gastos, desaceleração generalizada da economia mundial, instabilidade cambial e pressão inflacionária. Além disso, as instituições financeiras podem estar impossibilitadas, por condições adversas de mercado, de renovar, estender, conceder novas linhas de crédito em condições economicamente favoráveis ou de honrar seus compromissos.

Isso poderia dificultar o acesso da Companhia ao mercado de capitais e ao financiamento das suas operações no futuro, em termos aceitáveis ou absolutos. Quaisquer desses acontecimentos poderão afetar adversamente os negócios da Companhia.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado

5.2. Política de gerenciamento de riscos de mercado da Companhia, incluindo objetivos, estratégias e instrumentos:

a) riscos para os quais se busca proteção; b) estratégia de proteção patrimonial (*hedge*); c) instrumentos utilizados para proteção patrimonial (*hedge*); d) parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos; e) se a Companhia opera instrumentos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial (*hedge*) e quais são esses objetivos; f) estrutura organizacional de controle de gerenciamento desses riscos; g) adequação da estrutura operacional e controles internos para verificação da efetividade da política adotada

A Companhia e suas controladas participam de operações envolvendo instrumentos financeiros, todos registrados em contas patrimoniais, que se destinam a atender as suas necessidades operacionais, bem como a reduzir a exposição a riscos financeiros, principalmente de crédito, de moeda e de taxa de juros. A administração desses riscos é efetuada por meio da definição de estratégias elaboradas pela Diretoria Financeira e aprovadas pela Administração da Companhia atrelada ao estabelecimento de sistemas de controles e determinação de limite de posições. Não são realizadas operações envolvendo instrumentos financeiros com finalidade especulativa.

Os principais riscos de mercado que poderiam afetar as operações da Companhia são:

Risco de crédito e de aplicação dos recursos

Esses riscos são administrados por normas específicas de aceitação de clientes, análise de crédito e estabelecimento de limites de exposição por cliente. O monitoramento de duplicatas vencidas é realizado prontamente. Adicionalmente, há análises específicas e normas aprovadas pela Administração para a aplicação financeira em instituições financeiras e os tipos de investimentos ofertados no mercado financeiro, buscando uma aplicação de forma conservadora e segura.

Risco de exposição às variações cambiais

A Companhia mantém operações no mercado externo que estão expostas a riscos de mercado decorrentes de mudanças nas cotações de moedas estrangeiras. Qualquer flutuação da taxa de câmbio pode aumentar ou reduzir os referidos saldos. A Companhia não tem contratado derivativos para proteger a exposição cambial de longo prazo, entretanto, para fazer frente a tal exposição passiva líquida, a Companhia possui plano de vendas cujo fluxo projetado de receitas de exportação de US\$ 500 milhões anuais e seus recebimentos, se forem concretizados, superam o fluxo de pagamentos dos respectivos passivos, compensando o efeito caixa desta exposição cambial no futuro.

Risco de taxa de juros

A Companhia possui empréstimos junto ao BNDES, indexados pela variação da TJLP e de capital giro e aplicações financeiras indexados à variação do CDI, expondo estes ativos e passivos às flutuações nas taxas de juros conforme demonstrado no quadro de sensibilidade a juros abaixo. A Companhia não tem pactuado contratos de derivativos para fazer “*hedge*”/“*swap*” contra esse risco. Porém, ela monitora continuamente as taxas de juros de mercado com o objetivo de avaliar a eventual necessidade de contratação de derivativos para se proteger contra o risco de volatilidade dessas taxas. Adicionalmente, a Companhia considera que o alto custo associado à contratação de taxas pré-fixadas sinalizadas pelo cenário macroeconômico brasileiro justifica a sua opção por taxas flutuantes.

A Companhia gerencia seus riscos de forma contínua, determinando o cumprimento de políticas formais aprovadas pela Administração que orientam as transações relacionadas aos riscos, contando com auditorias internas em sua estrutura organizacional, da qual auxilia na verificação das políticas, procedimentos e práticas aplicadas no gerenciamento dos riscos.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.3 - Descrição - Controles Internos**5.3. Alterações significativas nos principais riscos de mercado em que a Companhia está exposta ou na política de gerenciamento de riscos adotada no último exercício social:**

Nos exercícios sociais de 2011 e de 2009 o principal risco de mercado que impactou os resultados da Companhia foram as flutuações da taxa de câmbio, relacionadas ao dólar americano, gerando um efeito positivo no resultado de 2009, ao contrário do exercício de 2011 onde o resultado negativo de variação cambial prejudicou o resultado financeiro do exercício, conforme demonstrado no quadro abaixo:

	<u>Exercício social encerrado em</u>	
	<u>(R\$/mil)</u>	
	31.12.2011	31.12.2009
Variação cambial – passiva	(411.903)	750.350
Variação cambial - ativa	29.720	(86.595)
Variação cambial líquida	382.183	663.755

Durante o exercício de 2010, o dólar permaneceu mais estável em relação aos exercícios anteriores, apresentando uma variação de 4%, gerando um resultado financeiro líquido de variação cambial equivalente a R\$ 120 milhões de ganho.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.4 - Alterações significativas

5.4. Outras informações relevantes:

Não existem outras informações relevantes sobre esse item “5”.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

10.1. Comentários dos diretores sobre:

a) condições financeiras e patrimoniais gerais

A Diretoria entende que a Companhia apresenta condições financeiras e patrimoniais adequadas para continuidade e desenvolvimento de suas operações.

As receitas da Companhia provêm de vendas para o mercado interno e externo de papéis e cartões para embalagens, caixas de papelão, sacos de papel e madeira para serrarias.

A diretoria da Companhia mantém sua estratégia financeira focada na manutenção de elevada posição disponível em caixa e alongado perfil da dívida.

Na tabela abaixo são apresentados alguns itens que melhor demonstram as condições financeiras e patrimoniais da Companhia:

Índices	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009
Liquidez corrente	2,11	2,44	2,35
Liquidez geral	1,64	1,69	1,71
Dívida líquida/ EBITDA	2,5	2,2	3,6
EBITDA/ Ativo total	8,45%	7,84%	6,55%
EBITDA/ Patrimônio Líquido	21,71%	19,26%	14,49%

Nos três exercícios em questão, o Ativo Circulante foi superior ao Passivo Circulante em R\$ 2.032 milhões, R\$ 2.436 milhões e R\$ 2.151 milhões, respectivamente, representando índices de liquidez corrente de 2,35 ao final de 2011, 2,55 ao final de 2010 e 2,11 ao final de 2009, sendo também positivos quanto ao índice de liquidez geral nos três exercícios em questão, correspondentes à 1,71, 1,69 e 1,64, respectivamente.

A relação dívida líquida/ EBITDA ao final do exercício de 2011 subiu em relação a 2010, em razão da apreciação do câmbio sobre a parcela da dívida em moeda estrangeira e pelo desembolso de R\$ 428 milhões com a aquisição da Florestal Vale do Corisco. Com relação ao mesmo índice entre 2010 e 2009, a valor foi beneficiado pelo incremento de 29% do EBITDA e valorização do real frente ao dólar no período comparativo.

Os índices de EBITDA/ ativo total e EBITDA/ patrimônio líquido vem apresentando crescimento constante nos períodos em questão, em razão do incremento do EBITDA.

Para demonstração dos índices, a Companhia opta por utilizar o EBITDA ao invés do lucro líquido, pois exclui os efeitos cambiais e variação de valor justo dos ativos biológicos.

b) estrutura de capital e possibilidade de resgate de ações ou quotas, indicando: (i) hipóteses de

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

resgate; (ii) fórmula de cálculo do valor de resgate

Endividamento (R\$ mil)	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009
Curto prazo	910.497	842.121	802.312
Longo prazo	4.386.839	4.014.976	3.925.637
Endividamento bruto	5.297.336	4.857.097	4.727.949
Disponibilidades	(2.562.324)	(2.729.327)	(2.051.526)
Endividamento líquido	2.735.012	2.127.770	2.676.423
Patrimônio líquido	4.958.302	4.994.085	4.662.159

Em 31 de dezembro de 2011 o endividamento líquido era de R\$ 2,7 bilhões, aumento de R\$ 0,6 bilhão em relação a 31 de dezembro de 2010 e estável em relação a 31 de dezembro de 2009. A relação **Dívida Líquida / EBITDA**, que em 31 de dezembro de 2010 era de **2,2x**, encerrou o exercício de 2011 em **2,5x**, impactado principalmente pela redução no caixa com o investimento na aquisição da Florestal Vale do Corisco e pelo incremento no saldo da dívida sob os efeitos da variação cambial com o aumento de 13% do dólar americano em relação ao real.

Não há hipóteses de resgate de ações de emissão da Companhia além das legalmente previstas.

c) capacidade de pagamento em relação aos compromissos financeiros assumidos

Considerando o perfil de endividamento, o fluxo de caixa e a posição de liquidez, a Companhia apresenta liquidez e recursos de capital suficientes para cobrir seus investimentos, despesas, dívidas e outros valores a serem pagos nos próximos anos, embora não possa garantir que tal situação será mantida, em decorrência da possibilidade de não concretização de sua projeção orçamentária.

Caso seja necessário contrair financiamentos para investimentos de novos projetos e aquisições, a Companhia entende ter capacidade para contratá-los prontamente. O caixa da Companhia em 31 de dezembro de 2011 é suficiente para amortizar aproximadamente 34 meses de seu endividamento financeiro.

d) fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes utilizadas

Para financiamento de capital de giro contrata linhas de longo prazo de pré-pagamentos de exportação e notas de crédito de exportação. Para grandes projetos a Companhia utiliza-se de linhas de financiamento disponíveis pelo BNDES.

e) fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes que pretende utilizar para cobertura de deficiências de liquidez

A Companhia não tem enfrentado situação de deficiência de liquidez. Para novos investimentos em projetos de expansão, utilizará sua geração livre de caixa e a mesma estratégia de captação adotada atualmente, salvo se houver, à época, linhas de financiamento mais atrativas.

f) níveis de endividamento e as características de tais dívidas, descrevendo: (i) contratos de empréstimo e financiamento relevantes; (ii) outras relações de longo prazo com instituições financeiras; (iii) grau de subordinação entre as dívidas; e (iv) eventuais restrições impostas à Companhia, em especial, em relação a limites de endividamento e contratação de novas dívidas, à distribuição de dividendos, à alienação de ativos, à emissão de novos valores mobiliários e à alienação de controle societário

A tabela a seguir demonstra a evolução do nosso endividamento consolidado nas respectivas datas:

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Financiamentos (R\$ mil)	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009
Em moeda nacional			
. BNDES - Projeto MA1100	1.083.421	1.324.230	1.575.003
. BNDES - Outros	428.985	367.490	268.867
. Crédito exportação	-	150.452	180.690
. Capital de giro	83.947	100.765	100.597
. Outros	72.010	58.796	49.477
	<u>1.668.363</u>	<u>2.001.733</u>	<u>2.174.634</u>
Em moeda estrangeira (*)			
. Ativo imobilizado	60.613	41.407	23.823
. Pré pagamentos exportação	3.017.596	2.247.404	1.830.144
. Notas de crédito à exportação	550.764	540.275	591.834
. Cambiais descontadas	-	26.278	107.514
	<u>3.628.973</u>	<u>2.855.364</u>	<u>2.553.315</u>
	<u>5.297.336</u>	<u>4.857.097</u>	<u>4.727.949</u>
Curto prazo	910.497	842.121	802.312
Longo prazo	<u>4.386.839</u>	<u>4.014.976</u>	<u>3.925.637</u>
	<u>5.297.336</u>	<u>4.857.097</u>	<u>4.727.949</u>
(*) Em dólares norte-americanos			

O quadro abaixo demonstra o vencimento do saldo de endividamento da Companhia em 31 de dezembro de 2011 no longo prazo:

Ano	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 em diante	Total
Valor	951.963	822.095	808.711	405.213	290.227	287.372	403.980	417.278	4.386.839

Adicionalmente, a Companhia não possui quaisquer outras relações de longo prazo com instituições financeiras, salvo-se com exceção daquelas registradas e divulgadas nas demonstrações financeiras e, não existem subordinações entre as dívidas.

Garantias

Os financiamentos junto ao BNDES são garantidos por terrenos, edifícios, benfeitorias, máquinas, equipamentos e instalações das fábricas de Correia Pinto – SC e Monte Alegre – PR, com valor contábil líquido de depreciação equivalente a R\$ 1.984.785 em 31 de dezembro de 2011, objeto dos respectivos financiamentos, além de depósitos em garantia, bem como por avais dos acionistas controladores.

Os empréstimos de crédito de exportação, pré pagamentos de exportações e capital de giro não possuem garantias reais.

Cláusulas restritivas de contratos

A Companhia e suas controladas não possuem quaisquer contratos de financiamentos mantidos na data das referidas demonstrações financeiras, dos quais contém cláusulas restritivas que estabeleçam obrigações quanto à manutenção de índices financeiros sobre as operações contratadas ou torne automaticamente exigível o pagamento da dívida.

g) limites de utilização dos financiamentos já contratados

Em 31 de dezembro de 2011, a Companhia possui junto o BNDES um limite operacional de R\$ 2,5 bilhões para utilização, mediante apresentação de projeto de investimento para utilização do capital.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

h) alterações significativas em cada item das demonstrações financeiras

As demonstrações financeiras consolidadas a seguir refletem a correta apresentação da posição patrimonial e financeira e o resultado das operações da Companhia para os referidos exercícios.

Elaboração das demonstrações financeiras

As demonstrações financeiras consolidadas foram elaboradas de acordo com as normas internacionais de relatório financeiro (IFRS – *International Financial Reporting Standards*), emitidas pelo IASB – *International Accounting Standards Board*, e práticas contábeis adotadas no Brasil, com base nos pronunciamentos técnicos emitidos pelo CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis, plenamente convergentes ao IFRS, e normas estabelecidas pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

Reapresentação das demonstrações financeiras de 2010 e 2009

Os saldos das demonstrações financeiras consolidadas de 2010 e 2009 estão sendo reapresentados em 2011, em razão da reclassificação da participação de acionistas minoritários, participantes nas Sociedades em Conta de Participação (“SCPs”), anteriormente registrados como patrimônio líquido atribuído aos acionistas não controladores.

O objetivo da referida reclassificação foi de alinhamento aos conceitos do CPC 39 – Instrumentos Financeiros: Apresentação, onde os acionistas minoritários das SCPs não se caracterizam como instrumentos patrimoniais alocados no patrimônio líquido, conforme entendimento anteriormente adotado, devendo estes serem reclassificados para o passivo no balanço patrimonial por tratarem-se de instrumentos financeiros passivos. Desta forma, a participação de acionistas não controladores no patrimônio líquido foi reclassificada para o passivo não circulante no balanço patrimonial, assim como a participação de acionistas não controladores reconhecida no resultado, foi reclassificada para despesa financeira.

Deconsolidação de investimento controlado em conjunto

Conforme informação divulgada em Fato Relevante no dia 4 de novembro de 2011, a Companhia adquiriu a empresa Florestal Vale do Corisco Ltda. juntamente com a Arauco Forest Brasil S.A. (“Arauco”), através de sua controlada Centaurus Holdings S.A. (“Centaurus”), constituindo uma controlada com controle em conjunto entre a Companhia e Arauco na Centaurus.

A Centaurus, era 100% controlada pela Klabin S.A até novembro de 2011, passando a ser tratada como investimento controlado em conjunto (*joint venture*) e conforme faculdade estabelecida pela CVM 666 / CPC 19 (R1) – Investimento em Empreendimento Controlado em Conjunto (*Joint Venture*), foi deconsolidada das demonstrações financeiras consolidadas, passando a ser reconhecida como investimento pelo método da equivalência patrimonial.

RESUMO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS

Os quadros abaixo apresentam os balanços patrimoniais e demonstrações do resultado da Companhia para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2011, 31 de dezembro de 2010 e 31 de dezembro de 2009.

A Companhia optou por apresentar os saldos da demonstração do resultado do exercício findo em 31 de dezembro de 2009 contendo os ajustes processados na reapresentação das demonstrações financeiras de 2010, mencionada no item h) acima, acerca da reclassificação dos acionistas minoritários das SCPs.

	DEMONSTRAÇÕES DO RESULTADO PARA OS EXERCÍCIOS FINDOS EM (em R\$ mil)						VARIACÕES - AH (2)	
	31/12/2011		31/12/2010		31/12/2009			
	AV (1)		AV (1)		AV (1)		31/12/2011 e 31/12/2010	31/12/2010 e 31/12/2009
Receita líquida de vendas	3.889.151	100%	3.663.317	100%	2.960.179	100%	6%	24%
Variação do valor justo dos ativos biológicos	270.577	7%	448.625	12%	64.577	2%	-40%	595%
Custo dos produtos vendidos	(2.827.442)	-73%	(2.741.103)	-75%	(2.498.271)	-84%	3%	10%
Lucro bruto	1.332.286	34%	1.370.839	37%	526.485	18%	-3%	160%

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

BALANÇO PATRIMONIAL (em R\$ mil)							VARIações - AH (2)	
A T I V O	31/12/2011		31/12/2010		31/12/2009		31/12/2011 e 31/12/2010	31/12/2010 e 31/12/2009
	AV (1)		AV (1)		AV (1)			
Circulante								
Caixa e equivalentes de caixa	2.341.064	18%	2.531.105	21%	1.841.652	16%	-8%	37%
Títulos e valores mobiliários	221.260	2%	198.222	2%	209.874	2%	12%	-6%
Contas a receber de clientes	821.148	6%	753.961	6%	661.128	6%	9%	149%
Estoques	506.218	4%	460.128	4%	470.615	4%	10%	-2%

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

BALANÇO PATRIMONIAL (em R\$ mil)							VARIAÇÕES - AH (2)	
	31/12/2011		31/12/2010		31/12/2009		31/12/2011 e 31/12/2010	31/12/2010 e 31/12/2009
PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	AV (1)		AV (1)		AV (1)			
Circulante								
Empréstimos e financiamentos	910.497	7%	842.121	7%	802.312	7%	8%	5%
Fornecedores	335.045	3%	269.839	2%	189.696	2%	24%	42%
Obrigações fiscais	40.426	0%	40.669	0%	50.399	0%	-1%	-19%
Provisão para imposto de renda e contribuição social	56.852	0%	37.013	0%	1.622	0%	54%	2182%
Obrigações sociais e trabalhistas	103.121	1%	93.542	1%	68.859	1%	10%	36%
Partes relacionadas	2.540	0%	2.392	0%	2.202	0%	6%	9%
Adesão - REFIS	430.213	3%	349.340	3%	331.685	3%	23%	100%
Outras contas a pagar e provisões	53.912	0%	55.997	0%	57.844	1%	-4%	-3%
Total do passivo circulante	1.932.606	15%	1.690.913	14%	1.504.619	13%	14%	12%
Não circulante								
Empréstimos e financiamentos	4.386.839	34%	4.014.976	33%	3.925.637	34%	9%	2%
Imposto de renda e contribuição social diferidos	1.101.160	9%	1.235.635	10%	1.047.513	9%	-11%	18%
Provisões fiscais, previdenciárias, trabalhistas e cíveis	99.646	1%	102.147	1%	138.725	1%	-2%	-26%
Contas a pagar - investidores SCPs	200.014	2%	160.417	1%	56.665	0%	25%	183%
Outras contas a pagar e provisões	63.028	0%	63.070	1%	66.582	1%	0%	-5%
Total do passivo não circulante	5.850.687	46%	5.576.245	45%	5.235.122	46%	5%	7%
Patrimônio líquido								
Capital social	2.271.500	18%	1.500.000	12%	1.500.000	13%	51%	0%
Reservas de capital	-	0%	84.491	1%	84.491	1%	-100%	0%
Reserva de reavaliação	50.691	0%	51.404	0%	52.117	0%	-1%	-1%
Reservas de lucros	1.692.542	13%	2.403.120	20%	2.001.024	18%	-30%	20%
Ajustes de avaliação patrimonial	1.085.045	9%	1.083.423	9%	1.104.337	10%	0%	-2%
Ações em tesouraria	(141.476)	-1%	(128.353)	-1%	(79.810)	-1%	10%	61%
Total do patrimônio líquido	4.958.302	39%	4.994.085	41%	4.662.159	41%	-1%	7%
Total do passivo e patrimônio líquido	12.741.595	100%	12.261.243	100%	11.401.900	100%	4%	8%
AV (1) Análise Vertical								
AV (2) Análise Horizontal								

COMPARAÇÃO DOS RESULTADOS OPERACIONAIS APURADOS NOS EXERCÍCIOS

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

SOCIAIS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2011 E DE 2010

Receita líquida de vendas

No exercício de 2011, a receita operacional líquida de vendas foi de R\$3.889 milhões, representando aumento de 6% em relação ao exercício de 2010, onde foi apresentado R\$3.663 milhões.

As vendas de 2011 apresentaram incremento decorrente do aumento no volume de vendas de 1% no período comparativo, favorecida pelo aumento na produção influenciada pela estabilidade operacional da planta de Monte Alegre, além da busca de melhores margens nas vendas realizadas pela Companhia nos diversos segmentos operacionais em que atua.

Variação do valor justo dos ativos biológicos

A variação do valor justo dos ativos biológicos, compreendida entre as variações de preço e crescimento das avaliações a valor justo das florestas da Companhia, totalizaram R\$271 milhões em 2011, frente a R\$449 milhões em 2010, impactado substancialmente por uma redução do volume de florestas que passaram a ser reconhecidas pelo valor justo durante 2011, comparativamente ao exercício anterior, influenciado pela retração nos investimentos florestais durante a crise econômica mundial de 2008 e 2009, visto que as florestas de eucalipto plantadas naquele período passaram a ser reconhecidas por seu valor justo no exercício de 2011 conforme procedimento da Companhia de reconhecimento do valor justo dos ativos biológicos.

Custo dos produtos vendidos

O custo dos produtos vendidos em 2011 foi de R\$2.827 milhões, 3% superior a 2010, onde foi apurado montante de R\$2.741 milhões.

Os principais fatores que impactaram o custo dos produtos vendidos referem-se ao aumento de 1% nos volumes de venda em 2011, comparativamente a 2010, aumento nos gastos com pessoal alocados ao custo de produção em decorrência de dissídios coletivos e programa de participação de resultados concedidos aos funcionários e elevação do gasto com paradas programadas para manutenção.

Destaca-se sobre o custo dos produtos vendidos apurado no exercício de 2011 as iniciativas da Companhia de redução de seus custos operacionais, com impactos a partir do mês de setembro, buscando melhorias nas margens operacionais. Mesmo considerando o aumento no volume de vendas de 1%, o aumento de 3% no custo dos produtos vendidos no comparativo também se encontra abaixo da inflação de 6,5% registrada no exercício de 2011.

Despesas/ receitas operacionais:

- Vendas

As despesas com vendas em 2011 foram de R\$321 milhões, estáveis em relação à despesa apurada em 2010, considerando sua participação na receita líquida operacional de cada exercício. As despesas com fretes correspondem a 59% do total.

- Gerais e administrativas

As despesas gerais e administrativas totalizaram R\$249 milhões em 2011 e R\$215 milhões em 2010, apresentando aumento de 16% decorrente principalmente do aumento nos gastos com pessoal frente aos dissídios coletivos firmados e incremento no programa de participação nos resultados concedidos aos funcionários, além de aumento nos gastos com contratação de serviços de terceiros voltados a

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

reorganização de processos da Companhia.

- Outras, líquidas

Em 2011 o resultado de outras receitas e despesas líquidas apurado apresentou receita de R\$35 milhões, impactado pela venda de imóveis da Companhia em Del Castilho – RJ com ganho, líquido da baixa dos ativos e custos da operação equivalentes a R\$40 milhões e ganho de R\$ 9 milhões na alienação das ações da controlada Timber Holdings S.A. (“Timber”), detentora de terras no estado do Mato Grosso do Sul – MS.

Em 2010, onde o resultado de outras receitas e despesas líquidas apresentou prejuízo de R\$34 milhões, destacam-se despesas com a atualização do passivo atuarial do plano de benefício concedido aos empregados de R\$8 milhões e realização de custo atribuído ao ativo imobilizado de R\$28 milhões.

Resultado financeiro líquido

A Companhia apresentou despesa financeira líquida de R\$501 milhões em 2011, contra receita financeira líquida de R\$28 milhões no exercício de 2010.

A receita financeira apurada no exercício de 2011, excluindo os efeitos de variação cambial, foi de R\$316 milhões, apresentando aumento de R\$82 milhões em relação à 2010, em decorrência do aumento nas taxas de rendimento das aplicações financeiras e incremento no saldo aplicado mantido pela Companhia.

A despesa financeira, excluindo os efeitos de variação cambial, foi de R\$435 milhões no exercício de 2011, contra R\$326 milhões em 2010, impactado substancialmente pela despesa com juros do REFIS com efeito não caixa durante o exercício, a qual foi complementada em 2011 após a disponibilização pela Receita Federal da consolidação dos débitos, totalizando despesa de R\$ 96 milhões no exercício de 2011, contra R\$ 31 milhões em 2010.

A variação cambial líquida no exercício de 2011 apresentou uma despesa, sem efeito no caixa, de R\$382 milhões, contra uma receita de R\$120 milhões em 2010, refletindo os impactos da valorização do dólar americano de 13% durante o ano sobre os saldos em moeda estrangeira mantidos pela Companhia, principalmente composto por empréstimos e financiamentos, gerando uma despesa no resultado, sem efeito no caixa da Companhia.

Imposto de renda e contribuição social:

- Corrente

A despesa de imposto de renda e contribuição social corrente apurado no resultado do exercício de 2011 foi de R\$216 milhões, sendo superior ao registrado no ano anterior, corresponde ao lucro fiscal tributável apurado no exercício, do qual são desconsiderados os efeitos da variação cambial apresentada no resultado financeiro, visto que a Companhia adota o critério de reconhecimento fiscal das variações cambiais de seus direitos e obrigações com base no regime de caixa.

- Diferido

Em 2011, a Companhia apresentou receita de imposto diferido equivalente a R\$102 milhões, contra uma despesa de R\$189 milhões registrada no exercício anterior, impactada substancialmente pelo reconhecimento de diferenças temporárias, como o efeito do reconhecimento para fins fiscais da variação cambial pelo regime de caixa, supra mencionada.

Lucro líquido

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

O lucro líquido da Companhia foi de R\$183 milhões no exercício de 2011, contra R\$560 milhões em 2010. Dentre outros aspectos, o lucro líquido apresentado em 2011 foi impactado negativamente pelos efeitos da perda com variação cambial e redução na variação do valor justo dos ativos biológicos reconhecida no período comparativo.

EBITDA

O EBITDA da Companhia em 2011 foi de R\$1.077 milhões, melhor resultado histórico da Companhia, contra R\$962 milhões apurados em 2010, representando crescimento de 12% no período comparativo, em decorrência do incremento no resultado operacional da Companhia, como resultados dos esforços de redução de custos e procura de melhores margens.

Eliminando do EBITDA de 2011 os efeitos não recorrentes pelo ganho com a venda de imóvel em Del Castilho – RJ e alienação de ações da Timber detentora de terras no Mato Grosso do Sul - MS, equivalentes a R\$48 milhões, o valor apurado corresponde a R\$1.028 milhões, 7% superior ao de 2010.

COMPARAÇÃO DOS RESULTADOS OPERACIONAIS APURADOS NOS EXERCÍCIOS SOCIAIS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2010 E DE 2009

Receita líquida de vendas

A receita operacional líquida de vendas relativa ao exercício de 2010 foi de R\$3.663 milhões, representando aumento de 24% em relação ao exercício de 2009, onde a Companhia registrou receita operacional líquida de vendas de R\$2.960 milhões.

As vendas do exercício de 2009 foram impactadas pelos efeitos da crise econômica mundial nas operações da Companhia, principalmente em seu primeiro semestre, porém para o exercício de 2010 seus efeitos foram superados e a Companhia apresentou aumento nos volumes de venda em todos seus segmentos operacionais.

Dentre as principais variações no saldo, destaca-se: (i) aumento na receita líquida de 65% nas vendas de madeira para terceiros; (ii) aumento de 25% na receita líquida das vendas de papéis, destacando a recuperação de países estrangeiros atendidos pela Companhia e o aquecimento no mercado interno, com forte demanda de papéis para embalagem, impulsionando os preços dos produtos no mercado e; (iii) aumento de 18% na receita líquida das vendas de conversão, englobando chapas de papelão, caixas para embalagens e sacos industriais, destacando-se neste último o crescimento na construção civil como um dos fatores de aumento.

Variação do valor justo dos ativos biológicos

A variação do valor justo dos ativos biológicos, compreendida entre as variações de preço e crescimento das avaliações a valor justo das florestas da Companhia, totalizaram R\$449 milhões em 2010, frente a R\$65 milhões em 2009. Os fatores que impactaram a variação no saldo comparativo referem-se a aumento nos preços de madeira no mercado de aproximadamente 6% durante 2010, versus uma queda de 7% em 2009, além de aumento no volume de florestas que passaram a ser reconhecidas pelo valor justo durante 2010.

Custo dos produtos vendidos

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

O custo dos produtos vendidos em 2010 foi de R\$2.741 milhões, sendo 10% superior a 2009, onde foi apurado montante de R\$2.498 milhões.

Os principais fatores que impactaram o custo dos produtos vendidos referem-se a: (i) redução da depreciação dos ativos imobilizados apropriados ao custo de produção de aproximadamente R\$ 180 milhões em decorrência da revisão da vida útil dos ativos para definição das taxas de depreciação, apresentando taxas inferiores àquelas utilizadas em 2009; (ii) aumento de 11% nos volumes de venda em 2010, comparativamente a 2009, com alteração no mix de produtos e; (iii) aumento nos gastos com pessoal alocados ao custo de produção em decorrência de dissídios coletivos e programa de participação de resultados concedidos aos funcionários.

Despesas/ receitas operacionais:

- Vendas

As despesas com vendas em 2010 foram de R\$300 milhões, estáveis em relação a despesa apurada em 2009. As despesas com fretes correspondem a 59% do total.

- Gerais e administrativas

As despesas gerais e administrativas totalizaram R\$215 milhões em 2010 e R\$177 milhões em 2009, apresentando aumento de 21% decorrente principalmente do aumento nos gastos com pessoal frente aos dissídios coletivos firmados e programa de participação nos resultados concedidos aos funcionários, além de aumento nos gastos com contratação de serviços de terceiros.

- Outras líquidas

Em 2010, destacam-se despesas com a atualização do passivo atuarial do plano de benefício concedido aos empregados de R\$8 milhões e realização de custo atribuído ao ativo imobilizado de R\$28 milhões.

O valor de outras despesas e receitas líquidas registrado pela Companhia em 2009 foi substancialmente impactado por receita não recorrente de R\$54 milhões resultante de indenização por desapropriação de terras, porém, o saldo foi parcialmente consumido pelo aumento na despesa de contingências, equivalente a R\$42 milhões, decorrente de aumento na expectativa de perdas com processos trabalhistas.

Resultado financeiro líquido

A Companhia apresentou receita financeira líquida de R\$28 milhões em 2010, contra R\$441 milhões no exercício de 2009.

A receita financeira apresentou aumento de R\$ 129 milhões em 2010 comparativamente a 2009, em decorrência do aumento no rendimento das aplicações financeiras impulsionado pelo incremento no saldo aplicado mantido pela Companhia e da redução dos efeitos de variação cambial sobre os ativos em moeda estrangeira, visto que a variação do Dólar frente ao Real em 2010 apresentou uma queda de 4% frente a uma queda de 25% em 2009.

A despesa financeira apresentou redução no período, passando de um ganho de R\$363 milhões em 2009 para uma perda de R\$185 milhões em 2010. Esse efeito é decorrente substancialmente das variações cambiais apurada sobre os passivos da Companhia em moeda estrangeira, impactadas pelas quedas do Dólar frente ao Real, onde em 2010 correspondeu a 4%, sendo de 25% em 2009. Adicionalmente, o saldo da despesa financeira de 2009 possui um montante de R\$97 milhões registrado, referente aos juros do Auto de Infração de Imposto de Renda e Contribuição Social sobre desinvestimentos realizados pela Companhia, contabilizados devido à adesão ao REFIS, para liquidação subsequente.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Imposto de renda e contribuição social:

- Corrente

O saldo de imposto de renda e contribuição social corrente apurado no resultado de 2009 está impactado por um montante de R\$ 235 milhões referente à adesão da Companhia ao REFIS. O resultado apurado em 2010 corresponde ao lucro fiscal tributável apurado no exercício.

- Diferido

A variação de R\$100 milhões no imposto de renda e na contribuição social diferidos apresentada a maior em 2010, comparativamente a 2009, é decorrente substancialmente dos efeitos da revisão da vida útil dos ativos imobilizados da Companhia, aplicável a partir de 2010 e dos efeitos do valor justo dos ativos biológicos, onde em 2009 foi apurado um ganho equivalente a R\$86 milhões enquanto em 2010 foi apurado uma perda R\$48 milhões.

Lucro líquido

O lucro líquido da Companhia, atribuído aos acionistas controladores, foi de R\$560 milhões no exercício de 2010, variando positivamente em R\$391 milhões em relação ao lucro líquido de R\$169 milhões apurado no exercício de 2009. Dentre outros aspectos, o lucro líquido apresentado em 2010 foi impactado positivamente pela recuperação econômica da crise mundial, ainda repercutida durante o exercício de 2009.

EBITDA

O EBITDA da Companhia em 2010 foi de R\$962 milhões, contra R\$747 milhões apurados em 2009, representando crescimento de 29% no período comparativo, em decorrência do incremento no resultado operacional da Companhia.

COMPARAÇÃO DAS PRINCIPAIS CONTAS PATRIMONIAIS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2011 E DE 31 DE DEZEMBRO DE 2010

ATIVO CIRCULANTE

Caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários

A Companhia apresentou saldo de R\$2.562 milhões de caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários em 31 de dezembro de 2011, representando 20% do total do ativo, sendo este 6% inferiores ao apresentado em 31 de dezembro de 2010, correspondente a R\$2.729 milhões, representando 23% do total do ativo.

A redução apresentada foi substancialmente impactada pelo desembolso efetuado pela Companhia na aquisição da Florestal Vale do Corisco Ltda. de R\$428 milhões.

Mesmo com a redução do saldo, destaca-se no período comparativo o aumento na geração de caixa operacional da Companhia, impulsionada pelo incremento no resultado operacional.

Contas a receber de clientes

O saldo de contas a receber de clientes soma R\$821 milhões em 31 de dezembro de 2011, 9% superior a 31 de dezembro de 2010, correspondente a R\$754 milhões. O aumento no saldo é decorrente do incremento na receita líquida operacional auferida no período comparativo, além do impacto da variação

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

do dólar americano no mercado de 13% em relação a 2010 sobre os recebíveis em moeda estrangeira.

O prazo médio de recebimento manteve-se o mesmo nos exercícios em comparação, correspondendo a 60 dias para vendas realizadas no mercado interno e 120 dias para vendas realizadas no mercado externo.

Tributos a recuperar

Em 31 de dezembro de 2011, o saldo de tributos a recuperar corresponde a R\$101 milhões, havendo redução no saldo de 23%, comparativamente a 31 de dezembro de 2010, decorrente substancialmente do consumo de créditos de ICMS, PIS e COFINS.

Outros ativos

O saldo de outros ativos em 31 de dezembro de 2011, corresponde a R\$83 milhões, apresentando aumento de R\$44 milhões comparativamente à 31 de dezembro de 2010, sendo este efeito substancialmente decorrente do reconhecimento do saldo a receber sobre a venda de imóvel em Del Castilho – RJ.

ATIVO NÃO CIRCULANTE

Participações em controladas

O aumento no saldo comparativo, refere-se ao aporte de capital realizado na controlada Centaurus de R\$428 milhões para aquisição da Florestal Vale do Corisco em novembro de 2011 juntamente com a Arauco. Na operação, a controlada Centaurus foi deconsolidada dos balanços patrimoniais e passou a ser reconhecida como investimento mensurado pelo método da equivalência patrimonial nas demonstrações financeiras consolidadas em razão da criação da *joint venture* firmada pela Companhia junto a Arauco. O saldo do investimento correspondente a participação da Companhia na Centaurus é de R\$606 milhões em 31 de dezembro de 2011.

Imobilizado

O saldo do ativo imobilizado em 31 de dezembro de 2011 corresponde a R\$4.917 milhões, equivalente a 39% do total do ativo, contra R\$5.004 milhões em 31 de dezembro de 2010, equivalente a 41% do total do ativo. Além da depreciação dos ativos no período, contribuíram para a redução do saldo do imobilizado em 2011 a baixa das terras decorrente da alienação da controlada Timber Holding S.A. e os efeitos da deconsolidação dos saldos da controlada Centaurus, equivalentes a R\$131 milhões em terras, sob os efeitos da operação de controle em conjunto firmado junto a Arauco, passando os saldos da controlada a serem reconhecidos no balanço patrimonial no grupo de investimentos.

Também se destacam no período o aumento nas adições do ativo imobilizado, perfazendo um montante investido de R\$338 milhões em 2011, contra R\$266 milhões em 2010, destinados a expansão da capacidade produtiva das fábricas de conversão e a instalação de novos maquinários, como as novas caldeiras nas fábricas de papéis, visando redução nos custos e atualização tecnológica da matriz industrial da Companhia.

Ativos biológicos

Os ativos biológicos da Companhia avaliados a valor justo corresponderam a R\$2.716 milhões em 31 de dezembro de 2011, equivalente a 21% do total do ativo e R\$2.763 milhões em 31 de dezembro de 2010, equivalente a 23% do total do ativo, praticamente estáveis no período comparativo.

Os principais impactos no saldo dos ativos biológicos no período comparativo corresponde ao menor

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

volume de florestas que passaram a ser reconhecidas por seu valor justo em 2011, com redução do efeito da variação do valor justo dos ativos biológicos por crescimento.

Destaca-se no período os efeitos da deconsolidação dos saldos da controlada Centaurus, equivalentes a R\$87 milhões em ativos biológicos, sob os efeitos da operação de controle em conjunto firmado junto a Arauco, passando os saldos da controlada a serem reconhecidos no balanço patrimonial no grupo de investimentos.

PASSIVO CIRCULANTE

Fornecedores

Em 31 de dezembro de 2011, o saldo de fornecedores corresponde a R\$335 milhões, contra R\$270 milhões em 31 de dezembro de 2010, apresentando aumento no período comparativo de 24%, principalmente em decorrência do aumento nas adições do ativo imobilizado no período comparativo.

Obrigações sociais e trabalhistas

O saldo de salários, férias e encargos em 31 de dezembro de 2011 corresponde a R\$103 milhões, apresentando aumento de 10% no período comparativo de 31 de dezembro de 2010, equivalente a R\$94 milhões. O aumento apresentado deve-se principalmente aos dissídios coletivos firmados durante o exercício e incremento do programa de participação nos resultados da Companhia, concedido aos funcionários.

Adesão – REFIS

A Companhia aderiu ao Programa de Parcelamento Fiscal (“REFIS”) para quitação do Auto de Infração sofrido sobre o pagamento de imposto de renda e contribuição social por desinvestimentos realizados no exercício de 2003, do qual representa um montante de R\$430 milhões em 31 de dezembro de 2011, contra R\$349 milhões em 31 de dezembro de 2010, sendo o saldo incrementado no período pelo complemento de multa e juros após a consolidação dos débitos disponibilizada pela Receita Federal em 2011, além da devida atualização monetária do saldo.

PASSIVO NÃO CIRCULANTE

Empréstimos e financiamentos

O saldo de empréstimos e financiamentos corresponde a R\$910 milhões no passivo circulante e R\$4.387 milhões no passivo não circulante em 31 de dezembro de 2011, contra R\$ 842 milhões no passivo circulante e R\$4.015 milhões no passivo não circulante em 31 de dezembro de 2010, havendo aumento de 9% no período comparativo.

A movimentação do saldo durante o exercício de 2011 é demonstrada a seguir (valores R\$/mil):

Saldo em 31 de dezembro de 2010	4.857.097
Captações	827.379
Provisão de Juros	263.653
Variação cambial e monetária	418.150
Amortizações e pagamento de juros	(1.068.943)
Saldo em 31 de dezembro de 2011	5.297.336

Sobre a movimentação do saldo acima, destaca-se as captações de novas operações, substancialmente composta por pré-pagamentos de exportação, a serem liquidadas no longo prazo com exportações, além do aumento nas amortizações e pagamento de juros em decorrência do vencimento dos contratos firmados pela Companhia. A valorização do dólar americano frente ao real em 2011 equivalente a 13% gerou

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

aumento no saldo devedor da Companhia, visto que 69% da dívida da Companhia é firmada em dólar.

O saldo dos empréstimos e financiamentos, considerando o montante no passivo circulante e não circulante, corresponde a 42% do total do passivo e patrimônio líquido em 31 de dezembro de 2011, contra 40% em 31 de dezembro de 2010.

Imposto de renda e contribuição social diferidos

Em 31 de dezembro de 2011, o saldo de imposto de renda e contribuição social diferidos constituídos sobre diferenças temporárias, apresentados nos balanços patrimoniais líquidos entre ativos e passivos, corresponde a R\$1.101 milhões e R\$1.236 milhões em 31 de dezembro de 2010, com redução de 11% no saldo comparativo.

A principal variação sobre o saldo no período comparativo que impactou a redução, corresponde aos efeitos da variação cambial diferida, a qual representava um saldo passivo de imposto diferido de R\$54 milhões em 31 de dezembro de 2010, passando para um saldo de R\$82 milhões de saldo passivo de imposto diferido, sob os efeitos da despesa de variação cambial reconhecida em 2011.

As principais diferenças temporárias que a Companhia possui correspondem a avaliação a valor justos dos ativos biológicos e custo atribuído ao ativo imobilizado (terras), dos quais não terão efeito caixa quando realizado, além da variação cambial diferida em razão do reconhecimento dos efeitos de variação cambial pelo regime de caixa adotado pela Companhia.

Contas a pagar – investidores SCPs

Em 31 de dezembro de 2011, o saldo de contas a pagar aos investidores das SCPs corresponde a R\$200 milhões, contra R\$160 milhões em 31 de dezembro de 2010, apresentando aumento de 25% no período comparativo, substancialmente em razão da despesa financeira de remuneração reconhecida no exercício de 2011.

COMPARAÇÃO DAS PRINCIPAIS CONTAS PATRIMONIAIS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2010 E DE 31 DE DEZEMBRO DE 2009

ATIVO CIRCULANTE

Caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários

A Companhia apresentou saldo de R\$2.729 milhões de caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários em 31 de dezembro de 2010, representando 23% do total do ativo, sendo este 33% superior ao apresentado em 31 de dezembro de 2009, correspondente a R\$2.052 milhões, representando 18% do total do ativo.

Destaca-se no aumento apresentado no período comparativo o aumento na geração de caixa operacional da Companhia, impulsionada pelo incremento nas vendas e a geração de caixa nas atividades de financiamento com a captação de empréstimos e financiamentos em operações de pré-pagamentos de exportações.

Contas a receber de clientes

O saldo de contas a receber de clientes representava R\$754 milhões em 31 de dezembro de 2010, 14% superior a 31 de dezembro de 2009, correspondente a R\$661 milhões. O aumento no saldo é decorrente do aumento no faturamento da Companhia no período comparativo. O prazo médio de recebimento manteve-se o mesmo nos exercícios em comparação, correspondendo a 60 dias para vendas realizadas no mercado interno e 120 dias para vendas realizadas no mercado externo.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Tributos a recuperar

Em 31 de dezembro de 2010, o saldo de tributos a recuperar corresponde a R\$131 milhões, havendo redução no saldo de 55%, comparativo a 31 de dezembro de 2009 equivalentes a R\$294 milhões, decorrente substancialmente do consumo de créditos de ICMS, PIS e COFINS, além da utilização em 2010 de adiantamentos de imposto de renda e contribuição social de exercícios anteriores pagos a maior.

ATIVO NÃO CIRCULANTE

Tributos a recuperar

Em 31 de dezembro de 2010, o saldo de tributos a recuperar era de R\$132 milhões, havendo redução no saldo de 20%, comparado a 31 de dezembro de 2009, equivalente a R\$165 milhões, decorrente das transferências do longo para o curto prazo durante o exercício.

Imobilizado

O saldo do ativo imobilizado em 31 de dezembro de 2010 corresponde a R\$5.004 milhões, equivalente a 41% do total do ativo, contra R\$4.997 milhões em 31 de dezembro de 2009, equivalente a 44% do total do ativo. O saldo permaneceu estável durante os períodos comparativos, porém, destaca-se redução de aproximadamente R\$180 milhões na depreciação apurada em 2010, em decorrência da mudança nas taxas de depreciação após reavaliação da vida útil dos ativos, imposta pela adoção dos novos pronunciamentos convergentes ao IFRS.

Também se destaca no período aumento nas adições do ativo imobilizado, perfazendo um montante investido de R\$266 milhões em 2010, contra R\$157 milhões em 2009, destinados a expansão da capacidade produtiva das fábricas de conversão e a instalação de novos maquinários visando redução nos custos e atualização tecnológica da matriz industrial da Companhia.

Ativos biológicos

Os ativos biológicos da Companhia avaliados a valor justo corresponderam a R\$2.763 milhões em 31 de dezembro de 2010 e R\$2.491 milhões em 31 de dezembro de 2009, apresentando aumento de 11% no comparativo entre os períodos.

Os fatores que impactaram a variação apresentada referem-se a aumento nos preços de madeira no mercado de aproximadamente 6% durante 2010 e aumento no volume de florestas que passaram a ser reconhecidas pelo valor justo de acordo com as premissas definidas pela Companhia, a qual determina a avaliação a valor justo das florestas de eucalipto e pinus, a partir do terceiro ano e do quinto ano, respectivamente.

PASSIVO CIRCULANTE

Fornecedores

Em 31 de dezembro de 2010, o saldo de fornecedores correspondia a R\$270 milhões, contra R\$190 milhões em 31 de dezembro de 2009, apresentando aumento no período comparativo de 42%, principalmente em decorrência das adições do ativo imobilizado e transferência para pagamento, por perda de processo judicial classificado no saldo de provisões fiscais, previdenciárias, trabalhistas e cíveis.

Provisão para imposto de renda e contribuição social

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

A provisão para imposto de renda e contribuição social é apresentada nos balanços patrimoniais líquida dos adiantamentos efetuados durante o exercício. Durante o exercício de 2009 o saldo de adiantamentos foi superior ao saldo da provisão de imposto do período, ao contrário de 2010, onde o saldo devedor superou os adiantamentos efetuados durante o exercício.

Obrigações sociais e trabalhistas

O saldo de salários, férias e encargos em 31 de dezembro de 2010 corresponde a R\$94 milhões, apresentando aumento de 36% no período comparativo de 31 de dezembro de 2009, equivalente a R\$69 milhões. O aumento apresentado deve-se principalmente aos dissídios coletivos firmados durante o exercício e do programa de participação nos resultados da Companhia, concedido aos funcionários.

PASSIVO NÃO CIRCULANTE

Empréstimos e financiamentos

O saldo de empréstimos e financiamentos corresponde a R\$842 milhões no passivo circulante e R\$4.015 milhões no passivo não circulante em 31 de dezembro de 2010, contra R\$ 802 milhões no passivo circulante e R\$3.926 milhões no passivo não circulante em 31 de dezembro de 2009, havendo aumento de 3% no período comparativo.

A movimentação do saldo durante o exercício de 2010 é demonstrada a seguir (valores em R\$/mil):

Saldo em 31 de dezembro de 2009	4.727.949
Captações	1.042.934
Provisão de Juros	252.410
Variação cambial e monetária	(143.958)
Amortizações e pagamento de juros	(1.022.238)
Saldo em 31 de dezembro de 2010	4.857.097

Sobre a movimentação do saldo acima, destaca-se as captações de novas operações, substancialmente composta por pré-pagamentos de exportação, a serem liquidadas no longo prazo com exportações, além do aumento nas amortizações e pagamento de juros em decorrência do vencimento dos contratos firmados pela Companhia. A valorização do real frente ao dólar americano em 2010 equivalente a 4% gerou redução no saldo devedor, visto que 59% da dívida da Companhia é firmada em dólar.

O saldo dos empréstimos e financiamentos, considerando o montante no passivo circulante e não circulante, corresponde a 40% do total do passivo e patrimônio líquido em 31 de dezembro de 2010, contra 41% em 31 de dezembro de 2009.

Imposto de renda e contribuição social diferidos

Em 31 de dezembro de 2010, o saldo de imposto de renda e contribuição social diferidos constituídos sobre diferenças temporárias, apresentados nos balanços patrimoniais líquidos entre ativos e passivos, corresponde a R\$1.236 milhões e R\$1.048 milhões em 31 de dezembro de 2009, com aumento de 18% no saldo comparativo.

As principais variações sobre o saldo, correspondem aos efeitos da reavaliação da vida útil dos ativos imobilizados, realizada somente a partir de 2010 e o aumento no saldo do valor justo dos ativos biológicos.

As principais diferenças temporárias que a Companhia possui correspondem a avaliação a valor justos dos ativos biológicos e custo atribuído ao ativo imobilizado (terras), dos quais não terão efeito caixa

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

quando realizado.

Provisões fiscais, previdenciárias, trabalhistas e cíveis

O saldo de provisões fiscais, previdenciárias, trabalhistas e cíveis corresponde a R\$102 milhões em 31 de dezembro de 2010 e R\$139 milhões em 31 de dezembro de 2009, apresentando redução de 26% no período comparativo, substancialmente em decorrência de encerramento de processo judicial trabalhista no montante de R\$28 milhões, provisionado em anos anteriores, a ser pago pela Companhia, transferida para o contas a pagar.

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

10.2. Comentários dos diretores sobre:

a) resultado das operações da Companhia, em especial: i) descrição de quaisquer componentes importantes da receita; e ii) fatores que afetaram materialmente os resultados operacionais.

A Companhia é a maior produtora, exportadora e recicladora de papéis do Brasil, liderando os segmentos de papéis e cartões para embalagens, embalagem de papelão ondulado e de sacos industriais. Também comercializa madeira em toras para serrarias e laminadoras, para uso na indústria moveleira e na construção civil. Referência mundial no desenvolvimento sustentável, posiciona-se como uma das seis maiores fabricantes globais de cartões de fibras virgens, sendo sua unidade no Estado do Paraná uma das dez maiores fábricas integradas de celulose e papel do mundo.

Presente em oito estados do Brasil e na Argentina, a Companhia possui 506 mil hectares de terras, sendo 243 mil hectares plantados nos Estados do Paraná, Santa Catarina e São Paulo. Possui dezessete plantas no Brasil e uma na Argentina, comercializando seus produtos para mais de cinquenta países, em cinco continentes.

A Companhia se posiciona no mercado doméstico com ênfase nos segmentos de embalagens para alimentos líquidos (refrigerados e lácteos), bebidas (refrigerantes e cervejas), higiene e limpeza, *personal care*, farmacêuticos e nos segmentos de produtos congelados. Para o mercado externo o crescimento está baseado no mercado de *Liquid Packaging Board* como fornecedor global da *Tetra Pak*, *Carrier Board* (refrigerantes e cervejas - Mercado Europeu, Norte Americano e Asiático), *Folding Boxboard* (congelados, higiene e limpeza - Europa, EUA e Mercosul) e no *kraftliner*.

A Companhia comercializou no mercado interno 66% de seu volume vendido em 2011. O *mix* de vendas entre o mercado interno e o mercado externo é componente importante na formação da receita líquida, tendo em vista a diferença de preço nos mercados. Abaixo é possível verificar o volume de vendas e receita líquida de vendas dos três últimos anos.

Volume de vendas	2009		2010		2011	
	Toneladas/ mil	%	Toneladas/ mil	%	Toneladas/ mil	%
Mercado Interno	989	64%	1.161	68%	1.151	66%
Exportação	555	36%	554	32%	587	34%
Total	1.544	100%	1.716	100%	1.739	100%
Madeira	1.892		3.113		2.753	

Receita líquida	2009		2010		2011	
	R\$ milhões	%	R\$ milhões	%	R\$ milhões	%
Mercado Interno	2.248	76%	2.850	78%	3.017	78%
Exportação	712	24%	813	22%	872	22%
Total	2.960	100%	3.663	100%	3.889	100%

Em 2011, o volume de vendas consolidado (excluindo madeira) totalizou 1.739 mil toneladas, 1% superior a 2010. As vendas no mercado interno permaneceram estáveis e o volume exportado apresentou crescimento de 6%.

A receita bruta (incluindo madeira) em 2011 atingiu R\$ 4,7 bilhões, equivalente a US\$ 2,8 bilhões. A receita líquida totalizou R\$ 3,9 bilhões, 6% superior a 2010. A receita dos produtos destinados ao mercado interno representou 78% da receita líquida total.

Em 2010, o volume de vendas consolidado (excluindo madeira) totalizou 1.716 mil toneladas, 11% superior a 2009. As vendas no mercado interno cresceram 17% e o volume exportado permaneceu estável.

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

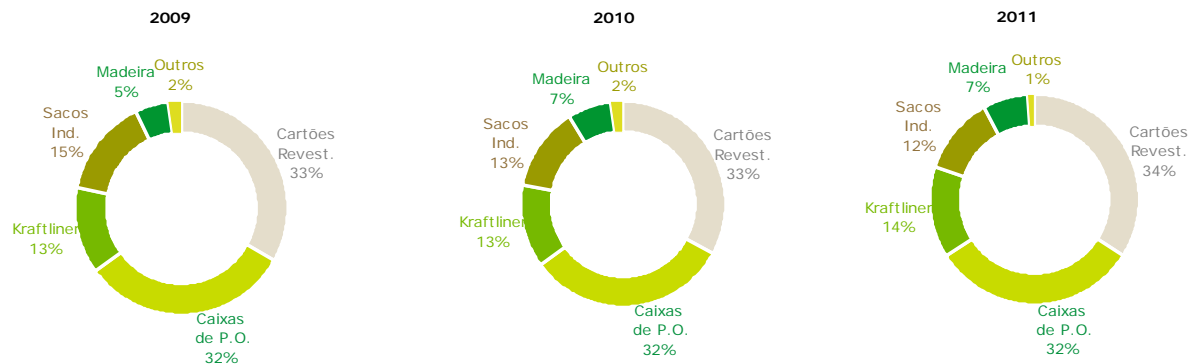
A receita bruta (incluindo madeira) em 2010 atingiu R\$4,4 bilhões, equivalente a US\$2,5 bilhão. A receita líquida totalizou R\$ 3,7 bilhões, 24% superior a 2009. A receita de exportação representou 22% da receita líquida total.

Em 2009, o volume de vendas consolidado (excluindo madeira) totalizou 1.544 mil toneladas, 2% superior a 2008. As vendas no mercado interno cresceram 3% e o volume exportado caiu 11%.

A receita bruta (incluindo madeira) em 2009 atingiu R\$ 3,6 bilhões, equivalente a US\$1,8 bilhões. A receita líquida totalizou R\$3,0 bilhões, 4% inferior a 2008. A receita de exportação representou 24% da receita líquida total.

O mix de vendas entre os diversos produtos da Companhia é fator determinante para a formação da receita líquida, uma vez que os produtos possuem preços diferentes.

Participação na receita líquida

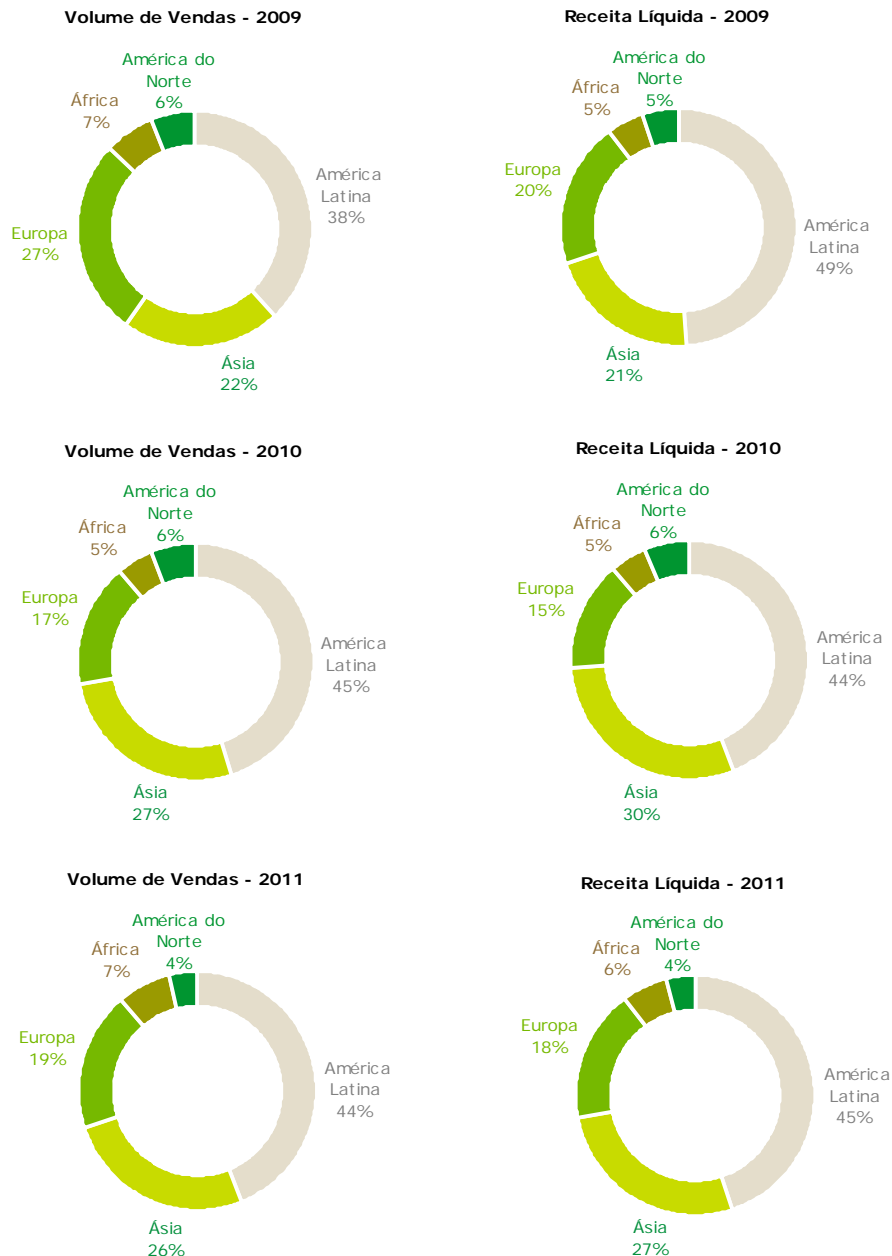


O mix de vendas entre regiões também é componente de grande importância na composição da receita da Companhia, uma vez que os preços, valores dos fretes e condições de entrega são diferentes em cada local.

Grande parte da produção de cartões produzida pela Máquina 9 em Monte Alegre foi destinada à clientes na Ásia, aumentando a participação das vendas para essa região nos últimos anos.

Como é possível verificar nos gráficos a seguir, a América Latina concentra a maior parte das vendas para o mercado externo.

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro



Os preços dos produtos da Companhia variam em função do equilíbrio entre a oferta e a demanda nos mercados nacional e internacional. A formação de preço dos produtos é diferente nos diversos segmentos que a Companhia atua e sofre influência de PIB, inflação, nível da atividade econômica no Brasil e no mundo, variação da taxa de juros, carga tributária, flutuação do real com relação a moedas estrangeiras, preço de celulose de mercado, preço de aparas de papel, assim como fenômenos da natureza que impactam a oferta de madeira. Os preços de alguns papéis geralmente são cíclicos e estão sujeitos a fatores que estão fora do controle da Klabin.

Fatores que afetaram o resultado operacional encontram-se no item 10.3, a seguir.

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

b) variações das receitas atribuíveis a modificações de preços, taxas de câmbio, inflação, alterações de volumes e introdução de novos produtos e serviços.

Volume de vendas e *mix* de produtos

A receita da Companhia provém da venda de *kraftliner*, papelcartão e sacos industriais para os mercados externo e interno e pela venda de toras de madeira e caixas de papelão ondulado no mercado interno e é altamente impactada por variações de volumes.

Conforme estatísticas de vendas da Bracelpa, a Klabin vem ampliando sua participação no mercado brasileiro de papelcartão. A participação de mercado atingiu 29% em 2011 versus 27% em 2010 e 25% em 2009. A expedição brasileira de papelcartão, excluindo cartões para líquidos, foi de 519 mil toneladas em 2011, comparado a 576 mil toneladas em 2010 e 507 mil toneladas em 2009.

Assim como o papel reciclado, o papel *kraftliner* fabricado pela Klabin abastece de forma integrada as fábricas de embalagens de papelão ondulado da empresa. O restante do *kraftliner* produzido é vendido pela Companhia nos mercados interno e externo.

As vendas de papel *kraftliner* atingiram 415 mil toneladas em 2011, comparado a 367 mil toneladas em 2010 e 393 mil toneladas em 2009. A receita líquida com vendas de *kraftliner*, cujo preço médio internacional teve grande elevação em 2011 acumulou R\$534 milhões no ano, comparado a R\$466 milhões e R\$385 milhões em 2010 e 2009, respectivamente.

O volume de vendas de madeira é distribuído totalmente no mercado interno. Os clientes da Companhia são serrarias, laminadoras e a indústria moveleira que revendem o produto para consumidores no Brasil e no exterior. O mercado de *housing starts* americano exerceu forte influência sobre a venda de madeira no Brasil no passado, porém hoje esse mercado acompanha os indicadores nacionais da construção civil.

A demanda nacional de papelão ondulado, medida pela expedição de caixas e chapas, apresentou crescimento abaixo do esperado para 2011. Apesar disso, segundo dados prévios divulgados pela ABPO, a expedição brasileira acumulou aproximadamente 3,2 milhões de toneladas de janeiro a dezembro, cerca de 2% acima do ano anterior.

A expedição de caixas de papelão ondulado da Companhia atingiu 502 mil toneladas no ano, 2% inferior a 2010. A redução em relação ao ano anterior se deve principalmente à maior seletividade e busca de melhores margens neste segmento. Em 2011, a receita líquida atingiu R\$ 1.223 milhões, 6% superior a 2010.

A Klabin movimentou 10 milhões de toneladas de toras e cavacos de pinus e eucalipto e resíduos para energia em 2011, volume estável em relação a 2010. Deste total, 7,2 milhões de toneladas foram transferidos para as fábricas do Paraná, Santa Catarina e São Paulo. O volume de vendas de toras para serrarias e laminadoras foi de 2,8 milhões de toneladas em 2011, 12% inferior a 2010, afetado por aspectos climáticos.

Durante o ano de 2010, a Companhia movimentou 9,9 milhões de toneladas de toras de pinus e eucalipto, cavacos e resíduos para a produção de celulose e energia, volume 25% superior ao ano de 2009. Deste total, 6,8 milhões de toneladas foram transferidos para as fábricas do Paraná, Santa Catarina e São Paulo e 3,1 milhões foram vendidos ao mercado.

Em 2009, a Companhia movimentou 7,9 milhões de toneladas de toras e cavacos de pinus e eucalipto e resíduos para energia. Deste total, 6,0 milhões de toneladas foram transferidos para as fábricas do Paraná, Santa Catarina e São Paulo. O volume de vendas de toras para serrarias e laminadoras foi de 1,9 milhões de toneladas, inferior a 2008, afetado pelo declínio do mercado de construção residencial norte-

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

americano, que até então era o principal destino das exportações de produtos sólidos de madeira dos clientes da Klabin.

Os demais produtos vendidos pela Klabin não apresentaram alteração significativa de volume nos últimos anos. A participação de cada seguimento na receita líquida pode ser conferida no item anterior (10.2 a).

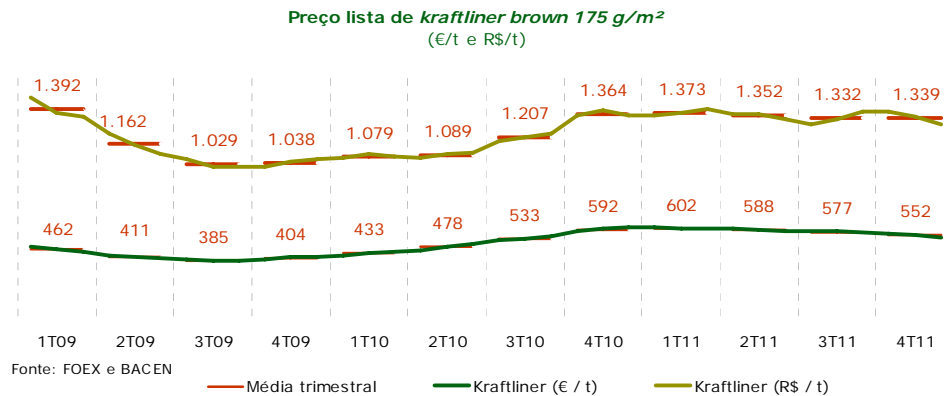
Modificações de preços

O preço de *kraftliner* no mercado internacional é determinado pelo balanço entre oferta e demanda desse produto. Já no mercado interno, os preços de *kraftliner* oscilam menos e sofrem concorrência dos papéis reciclados que utilizam aparas de papel. As aparas de papel são coletadas por catadores, aparistas e cooperativas e, após processo de separação e limpeza, são vendidas a companhias recicladoras. O preço das aparas no Brasil varia com a oscilação da oferta e demanda e pode sofrer interferência quando chuvas fortes impedem o trabalho dos catadores de rua.

O ano de 2011 foi marcado pela incerteza na economia mundial, crise européia e redução da taxa de crescimento dos países emergentes e, por consequência, do PIB global. No Brasil, o cenário econômico também repercutiu as instabilidades do mercado global e a demanda por papéis para embalagens não apresentou o crescimento que se esperava ao final de 2010.

Os preços internacionais de *kraftliner* apresentaram retração ao longo do ano. Na Europa, segundo dados publicados pela FOEX, o preço de lista do *kraftliner* caiu de €604/t em dezembro de 2010 para €535/t ao final de dezembro de 2011.

Abaixo, a figura mostra a evolução do preço do *kraftliner* na Europa e no Brasil nos últimos 3 anos.



O mercado de cartões revestidos também foi afetado pela desaceleração da economia brasileira de 2011. A demanda no mercado interno foi influenciada negativamente pela menor taxa de câmbio média, que favoreceu a entrada de produtos importados embalados no país, e pelo alto nível de estoques ao final de 2010. Segundo a Associação Brasileira de Celulose e Papel (Bracelpa), as vendas domésticas de cartões (excluindo cartões para líquidos) em 2011 decresceram 10% em relação a 2010.

Os preços de papelcartão também são determinados pelo balanço entre a oferta e demanda nos mercados brasileiro e internacional, porém a Companhia acredita que devido à grande quantidade de especificidades desses papéis (cor, gramatura, opacidade, tamanho, etc.) a relação entre cliente e fornecedor é mais estável e regula os níveis de preços nas diversas regiões.

No mercado de papelão ondulado, o crescimento econômico mais brando também foi refletido nos resultados de 2011. A expedição brasileira de papelão ondulado segundo a Associação Brasileira de

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

Papelão Ondulado (ABPO) apresentou crescimento de 2% em 2011. O volume de vendas da Klabin no mesmo período decresceu 2%. Todavia, seguindo a estratégia de priorizar margens, a receita líquida cresceu 6%.

Taxas de câmbio

Os preços dos papéis no mercado internacional são, na maioria das vezes, determinados na moeda americana. A Companhia exporta cerca de 30% do volume de produção, deste modo a taxa de câmbio é um componente importante na receita líquida da empresa. Durante os três últimos anos podemos verificar a seguinte variação de taxa de câmbio (venda):

Câmbio	2011	2010	2009	2011/2010	2010/2009
	R\$/US\$	R\$/US\$	R\$/US\$	%	%
Dólar Médio	1,67	1,76	1,99	-5%	-12%
Dólar Final	1,88	1,67	1,74	13%	-4%

A receita líquida de vendas no mercado externo totalizou R\$ 872 milhões em 2011, 7% superior ao ano anterior, onde a receita com exportação foi de R\$813 milhões, porém com uma taxa de câmbio média 5% inferior. Em 2009, a receita líquida com exportações atingiu R\$ 713 milhões.

Inflação

As receitas e custos da Companhia sofrem impacto da inflação. Os preços dos papéis no mercado interno, assim como o custo dos insumos de produção e custo de mão de obra tendem a variar conforme os índices de inflação brasileira.

c) impacto da inflação, da variação de preços dos principais insumos e produtos, do câmbio e da taxa de juros no resultado operacional e no resultado financeiro da Companhia

Os insumos utilizados pela Klabin em sua maior parte são vinculados ao real. Os prestadores de serviços reajustam seus preços baseados na variação dos índices de inflação e de modo geral utilizam o IPCA. Para materiais é utilizado o componente de variação de algumas *commodities* além do IPCA, como exemplo, óleo combustível para determinar o reajustes dos fretes.

O resultado das operações e o resultado financeiro da Companhia são influenciados pela inflação e pela variação da taxa de câmbio, uma vez que, em 2011, 22% da receita líquida foi proveniente de vendas no mercado externo.

O custo dos produtos vendidos em 2011 foi de R\$ 2,8 bilhões, 3% superior ao de 2010 e 12% superior ao de 2009. O custo unitário dos produtos vendidos foi de R\$ 1.626/t, 2% acima do ano anterior, comparado a inflação de 6,5% no período. A elevação dos gastos com mão de obra e paradas para manutenção foi parcialmente compensada pelos programas de redução de custo implementados pela Companhia no ano e menor consumo de óleo combustível.

As despesas com vendas em 2011 foram de R\$ 321 milhões, 7% mais altas quando comparadas a 2010 e 2009, devido principalmente a maiores despesas de frete e despesas fixas de venda.

As despesas gerais e administrativas totalizaram R\$ 249 milhões em 2011, 16% superiores ao ano anterior e 41% superiores a 2009, afetadas principalmente por indenizações, dissídios coletivos e maiores gastos com serviços prestados.

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

O resultado operacional antes do resultado financeiro (EBIT) em 2011 foi de R\$ 797 milhões. A geração operacional de caixa (EBITDA) em 2011 atingiu R\$ 1.077 milhões, o melhor resultado histórico da Companhia e 12% superior ao ano de 2010 e 44% superior a 2009, com margem EBITDA de 28%. O EBITDA ajustado, que exclui os ganhos com a venda de imóveis em Del Castilho (RJ) e de terras no Mato Grosso do Sul atingiu R\$ 1.028 milhões, ainda assim, o maior valor já registrado pela Klabin. O EBITDA inclui R\$ 2,2 milhões referente à participação sobre a venda de madeira da Vale do Corisco.

O endividamento bruto consolidado no final de dezembro de 2011 era de R\$ 5.297 milhões 9% superior a 2010 e 12% superior a 2009, sendo R\$ 910 milhões (17% da dívida bruta) no curto prazo.

O caixa e as aplicações financeiras em 31 de dezembro de 2011 somavam R\$ 2.562 milhões, 6% menores do que o ano passado, devido ao desembolso com a compra da Florestal Vale do Corisco ocorrida em novembro, e 25% superiores a 2009.

O endividamento líquido consolidado totalizou R\$ 2.735 milhões 29% superior a 2010 e 2% superior a 2009 e foi influenciado pelo efeito apreciação do câmbio sobre a parcela da dívida em moeda estrangeira e pela aquisição da Vale do Corisco. A relação dívida líquida / EBITDA atingiu 2,5 vezes em 2011 comparado a 2,2 vezes em 2010 e 3,6 vezes em 2009.

O **lucro líquido** também foi impactado pela apreciação do dólar em relação ao real em 2011 e totalizou R\$ 183 milhões no ano.

10. Comentários dos diretores / 10.3 - Efeitos relevantes nas DFs

10.3. Comentários dos diretores sobre efeitos relevantes que os eventos abaixo tenham causado ou se espera que venham a causar nas demonstrações financeiras e nos resultados da Companhia:

a) introdução ou alienação de segmento operacional

A Companhia não introduziu ou alienou segmentos operacionais durante os exercícios findos em 31 de dezembro de 2011, 31 de dezembro de 2010 e 31 de dezembro de 2009.

b) constituição, aquisição ou alienação de participação societária

Durante o exercício findo em 31 de dezembro de 2011 a Companhia:

- i) alienou sua subsidiária integral Timber Holdings S.A., detentora de terras no estado do Mato Grosso do Sul;
- ii) constituiu um *joint venture* na controlada Centaurus Holdings juntamente com a Arauco Forest do Brasil. A Companhia era detentora de 100% de participação na controlada, passando a deter 57% de participação após a formação do controle em conjunto;
- iii) Aquisição da empresa Florestal Vale do Corisco Ltda. através de sua controlada Centaurus Holdings S.A.

c) eventos ou operações não usuais

Adesão ao REFIS

A Companhia sofreu um Auto de Infração em 27 de julho de 2007 referente à imposto de renda e contribuição social relacionado aos desinvestimentos realizados pela Companhia no exercício de 2003. Esse Auto de Infração, incluindo principal, multa e juros, a valores atualizados em 31 de dezembro de 2009 representaria aproximadamente R\$1.069 milhões, valor que não estava registrado como provisão para contingências em função dos prognósticos de perda considerados anteriormente.

Dentro do prazo legal, facultado pela lei 11941/09, a Companhia efetuou a adesão ao Programa de Parcelamento Fiscal (REFIS) e, conforme Fato Relevante divulgado em 18 de fevereiro de 2010, incluiu parte do Auto de Infração acima citado. O valor incluído no programa REFIS, em 31 de dezembro de 2009, era de aproximadamente R\$862 milhões que, após a aplicação das regras do referido programa, foi reduzido para aproximadamente R\$332 milhões, que foi provisionado nas demonstrações financeiras do exercício findo em 31 de dezembro de 2009, sendo de R\$430 milhões em 31 de dezembro de 2011 com a atualização monetária.

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases

10.4. Comentários dos diretores sobre:

a) mudanças significativas nas práticas contábeis

Reapresentação das demonstrações financeiras de 2010 e 2009

Os saldos das demonstrações financeiras consolidadas de 2010 e 2009 estão sendo reapresentados em 2011, em razão da reclassificação da participação de acionistas minoritários, participantes nas Sociedades em Conta de Participação (“SCPs”), anteriormente registrados como patrimônio líquido atribuído aos acionistas não controladores.

O objetivo da referida reclassificação foi de alinhamento aos conceitos do CPC 39 – Instrumentos Financeiros: Apresentação, onde os acionistas minoritários das SCPs não se caracterizam como instrumentos patrimoniais alocados no patrimônio líquido, conforme entendimento anteriormente adotado, devendo estes serem reclassificados para o passivo no balanço patrimonial por tratarem-se de instrumentos financeiros passivos. Desta forma, a participação de acionistas não controladores no patrimônio líquido foi reclassificada para o passivo não circulante no balanço patrimonial, assim como a participação de acionistas não controladores reconhecida no resultado, foi reclassificada para despesa financeira.

Deconsolidação de investimento controlado em conjunto

Conforme informação divulgada em Fato Relevante no dia 4 de novembro de 2011, a Companhia adquiriu a empresa Florestal Vale do Corisco Ltda. juntamente com a Arauco Forest Brasil S.A. (“Arauco”), através de sua controlada Centaurus Holdings S.A. (“Centaurus”), constituindo uma controlada com controle em conjunto entre a Companhia e Arauco na Centaurus.

A Centaurus, era 100% controlada pela Klabin S.A até novembro de 2011, passando a ser tratada como investimento controlado em conjunto (*joint venture*) e conforme faculdade estabelecida pela CVM 666 / CPC 19 (R1) – Investimento em Empreendimento Controlado em Conjunto (*Joint Venture*), foi deconsolidada das demonstrações financeiras consolidadas, passando a ser reconhecida como investimento pelo método da equivalência patrimonial.

Adoção dos novos pronunciamentos contábeis

A Companhia adotou os novos pronunciamentos pela primeira vez em suas demonstrações financeiras para o exercício de 2009, sendo 01 de janeiro de 2009 considerado como data de transição. Na adoção inicial dos novos pronunciamentos contábeis, convergentes ao IFRS, a Companhia segue as premissas definidas no CPC 37 (IFRS 1) – Adoção Inicial das IFRSs e CPC 43 (IFRS 1) – Adoção Inicial dos Pronunciamentos Técnicos CPC 15 a 40.

Os saldos do balanço patrimonial de 01 de janeiro e 31 de dezembro de 2009 e demonstração do resultado do exercício de 2009 foram ajustados contemplando os efeitos da adoção dos novos pronunciamentos descritos a seguir:

- Dividendos: classificação dentro do patrimônio líquido da proposta de dividendos complementares do exercício excedente ao mínimo obrigatório, sendo constituído o passivo somente após sua aprovação em assembléia;
- Ativos biológicos: valoração dos ativos florestais da Companhia, compostos pelo cultivo de pinus e eucalipto, por seu valor justo, correspondente ao valor futuro de realização destes ativos deduzidos dos custos necessários para colocação destes em condição de uso/venda, apurado com base em fluxo de caixa descontado;
- Provisões fiscais, previdenciárias, cíveis e trabalhistas: apresentação do saldo passivo da provisão e dos depósitos judiciais no ativo de forma bruta, ao invés da forma líquida apresentada anteriormente;

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases

- Participação de Acionistas Não Controladores: a apresentação da participação de acionistas não controladores é demonstrada dentro do patrimônio líquido da Companhia, em linha específica;
- Depreciação: apuração da depreciação do ativo imobilizado com base na vida útil estimada dos ativos, aplicando as novas taxas a partir de 2010. As novas taxas de depreciação diferem daquelas adotadas anteriormente pela Companhia.
- Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos sobre Reserva de Reavaliação: o imposto de renda e a contribuição social não registrados sobre reavaliações de ativos remanescentes no balanço da Companhia em atendimento a prática contábil vigente na época da reavaliação, deve ser registrado deduzindo-se do saldo da reserva de reavaliação registrada no patrimônio líquido, assim como adicionada a provisão diferida dos impostos no passivo.
- Custo Atribuído ao Ativo Imobilizado: na adoção inicial dos novos pronunciamentos, a Companhia pode optar por efetuar uma atribuição de custo (*deemed cost*) a determinadas classes de ativos imobilizados, trazendo estes ativos a valor justo. A Companhia optou por atribuir custos aos ativos imobilizados alocados na classe de terras florestais, em decorrência da defasagem do custo histórico destes ativos frente a seu valor justo.
- Cambiais Descontadas: a apresentação nos balanços patrimoniais do saldo de cambiais descontadas deve ser feito junto ao saldo de empréstimos e financiamentos no passivo, ao invés de redutor do saldo de contas a receber no ativo, conforme permitido anteriormente.
- Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos: apresentação nos balanços patrimoniais dos referidos tributos diferidos de forma líquida entre a compensação dos saldos de tributos diferidos ativos e passivos e, integralmente como não circulantes. Anteriormente a parcela que seria realizada ou tributada no exercício seguinte era classificada como circulantes.
- Aquisição de Investimentos em Controladas: o saldo da diferença entre valor contábil e valor justo dos ativos e passivos adquiridos, foi alocado ao saldo de investimentos na referida controlada na demonstração financeira individual. Essas diferenças foram alocadas em suas respectivas rubricas ao seu valor justo nas demonstrações financeiras consolidadas.

b) efeitos significativos das alterações em práticas contábeisReapresentação das demonstrações financeiras de 2010 e 2009

A Companhia apresenta abaixo os impactos em suas demonstrações financeiras consolidadas de 01 de janeiro e 31 de dezembro de 2010 referentes à reclassificação acima mencionada da seguinte forma:

	Consolidado		
	Balanço ajustado - 1/1/2010		
	Originalmente apresentado	Ajustes	Reapresentado
Ativo Circulante	3.536.197	-	3.536.197
Ativo Não Circulante	7.865.703	-	7.865.703
Passivo Circulante	1.504.619	-	1.504.619
Empréstimos e financiamentos	3.925.637	-	3.925.637
Imposto de renda e contribuição social diferidos	1.047.513	-	1.047.513
Outras contas a pagar e provisões	205.307	-	205.307
Contas a pagar - investidores SCPs	-	56.665	56.665
Passivo não circulante	5.178.457	56.665	5.235.122
Patrimônio líquido atribuído à:			
. Acionistas controladores	4.662.159	-	4.662.159
. Acionistas não controladores	56.665	(56.665)	-

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases

	Consolidado		
	Balanco ajustado - 31/12/2010		
	Originalmente apresentado	Ajustes	Reapresentado
Ativo Circulante	4.127.147	-	4.127.147
Ativo Não Circulante	8.134.096	-	8.134.096
Passivo Circulante	1.690.913	-	1.690.913
Empréstimos e financiamentos	4.014.976	-	4.014.976
Imposto de renda e contribuição social diferidos	1.235.635	-	1.235.635
Outras contas a pagar e provisões	165.217	-	165.217
Contas a pagar - investidores SCPs	-	160.417	160.417
Passivo não circulante	5.415.828	160.417	5.576.245
Patrimônio líquido atribuído à:			
. Acionistas controladores	4.994.085	-	4.994.085
. Acionistas não controladores	160.417	(160.417)	-

	Consolidado		
	Resultado do exercício ajustado - 31/12/2010		
	Originalmente apresentado	Ajustes	Reapresentado
Lucro Bruto	1.370.839	-	1.370.839
Despesas/ receitas operacionais	(549.450)	-	(549.450)
Lucro antes do resultado financeiro e tributos	821.389	-	821.389
Receita financeira	213.162	-	213.162
Despesa financeira	(162.568)	(22.376)	(184.944)
Imposto de renda e contribuição social	(289.831)	-	(289.831)
Lucro líquido do exercício atribuído à:			
. Acionistas controladores	559.776	-	559.776
. Acionistas não controladores	22.376	(22.376)	-

Adoção dos novos pronunciamentos contábeis

Os quadros abaixo apresentam a conciliação dos efeitos no resultado de 2009 e patrimônio líquido da Companhia em 01 de janeiro e 31 de dezembro de 2009, ajustado com base nos novos pronunciamentos:

Demonstração do resultado	
Consolidado	
31.12.2009	
Lucro líquido de acordo com as práticas contábeis anteriores	335.862
Variação do valor justo dos ativos biológicos	64.577
Custo dos produtos vendidos - exaustão valor justo dos ativos biológicos	(313.244)
IR/CS diferido s/ os ajustes	84.546
Total dos ajustes com a adoção dos novos pronunciamentos	(164.121)
Lucro líquido de acordo com os novos pronunciamentos	171.741
. Atribuído a participação dos acionistas controladores	168.786
. Atribuído a participação dos acionistas não controladores	2.955

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases

	Patrimônio líquido	
	Consolidado	
	01.01.2009	31.12.2009
Patrimônio líquido de acordo com as práticas contábeis anteriores	2.247.015	2.387.018
Valor justo dos ativos biológicos	1.958.016	1.709.350
Custo atribuído ao imobilizado - terras	1.692.144	1.692.144
IR/CS diferido s/ os ajustes	(1.241.054)	(1.156.508)
IR/CS diferido s/ reserva de reavaliação	(27.544)	(26.847)
Estorno da proposta de dividendos para aprovação na AGO	-	57.002
Classificação de acionistas não controladores para o PL	27.974	56.665
Total dos ajustes com a adoção dos novos pronunciamentos	2.409.536	2.331.806
Patrimônio líquido de acordo com os novos pronunciamentos:	4.656.551	4.718.824
. Atribuído a participação dos acionistas controladores	4.628.577	4.662.159
. Atribuído a participação dos acionistas não controladores	27.974	56.665

c) ressalvas e ênfases presentes no parecer do auditor

Não houve ressalvas nos pareceres da auditoria externa para as demonstrações financeiras dos exercícios findos em 31 de dezembro de 2011, 2010 e 2009.

O parecer de auditoria sobre as demonstrações financeiras no balanço individual ("Controladora") referente aos exercícios de 2010 e 2011, inclui parágrafo de ênfase, em relação a divergência das práticas contábeis adotadas no Brasil frente ao IFRS quanto ao reconhecimento dos investimentos em controladas pelo método de equivalência patrimonial, ao invés do custo ou valor justo conforme IFRS.

O parecer de auditoria sobre as demonstrações financeiras no balanço consolidado referente ao exercício de 2011 inclui parágrafo de ênfase em relação a reapresentação das demonstrações financeiras do exercício de 2010, com relação ao tratamento contábil de sócios investidores das SCPs, para permitir comparabilidade entre os exercícios apresentados nas referidas demonstrações financeiras.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

10.5. Políticas contábeis críticas adotadas pela Companhia (inclusive estimativas contábeis feitas pela administração sobre questões incertas e relevantes para a descrição da situação financeira e dos resultados, que exijam julgamentos subjetivos ou complexos, tais como: provisões, contingências, reconhecimento da receita, créditos fiscais, ativos de longa duração, vida útil de ativos não-circulantes, planos de pensão, ajustes de conversão em moeda estrangeira, custos de recuperação ambiental, critérios para teste de recuperação de ativos e instrumentos financeiros):

A Companhia entende que os itens abaixo são considerados políticas críticas, das quais requerem o uso de estimativas e julgamentos subjetivos necessários para auferir os valores constantes em suas demonstrações financeiras, visto que dependem da definição de premissas como taxas de desconto, análise de clientes, definição de vida útil de ativos, projeções de resultados com base no orçamento, estimativas de perda, produtividade, previsão de eventos futuros, preços de mercado, dentre outras.

As premissas utilizadas são baseadas no conhecimento e experiência da Administração, utilização das melhores referências disponíveis no mercado, previsão de eventos futuros e auxílio de especialistas, quando necessário.

Provisão para créditos de liquidação duvidosa

São constituídas provisões para os créditos de liquidação duvidosa com base em análise individual dos valores a receber e na estimativa de perdas prováveis na realização dos recebíveis.

Provisão para perdas na realização de estoques

São reconhecidas provisões para perdas prováveis de (i) estoque de produtos que tenham sido descontinuados ou que pretendemos descontinuar; (ii) estoques excessivos de matéria-prima em relação às vendas projetadas do produto no qual são utilizadas nos próximos vinte e quatro meses; e (iii) estoque de produtos acabados cujo prazo de vencimento ocorrerá antes que o produto possa ser vendido. Essas provisões são atualizadas em cada data de encerramento do balanço.

Imposto de renda e contribuição social diferidos

A Companhia contabiliza o ativo e passivo fiscal diferido com base nas diferenças entre os valores contábeis e a base tributária de ativos e passivos. A Companhia revisa com regularidade a realização do ativo fiscal diferido.

A administração da Companhia acredita que a realização do ativo fiscal diferido líquido seja provável, suportado pelas projeções de resultados, mas seu valor é sujeito à incertezas tendo em vista que depende da concretização dos lucros tributáveis projetados para os períodos futuros.

Imobilizado e intangível

A Companhia utiliza o método de depreciação linear definida com base na avaliação da vida útil estimada de cada ativo, apurada com base na expectativa de geração de benefícios econômicos futuros, exceto para terras, as quais não são depreciadas. A avaliação da vida útil estimada dos ativos é revisada anualmente e ajustada se necessário, podendo variar com base na atualização tecnológica de cada unidade.

Encargos financeiros são capitalizados ao ativo imobilizado, quando incorridos sobre imobilizações em andamento, se aplicáveis.

Gastos com pesquisa de novos produtos e técnicas utilizadas pela Companhia são registrados no resultado do exercício como despesa, a medida que são incorridos.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

Redução do valor recuperável de ativos (“impairment”)

São revistos anualmente os saldos de imobilizado e outros ativos, para se identificar evidências de perdas não recuperáveis ou eventos e alterações que indiquem que o valor contábil pode não ser recuperável.

Na estimativa do valor em uso para definição do valor recuperável de ativos, os fluxos de caixa futuros estimados são descontados ao seu valor presente, utilizando uma taxa de desconto que reflita as avaliações de mercado atuais do valor temporal do dinheiro e riscos específicos inerentes ao ativo, sendo determinado individualmente para cada ativo, a menos que o ativo não gere entradas de fluxo de caixa. Quando houver perda identificada, ela é reconhecida no resultado do exercício pelo montante em que o valor contábil do ativo ultrapassa o valor recuperável.

Ativos biológicos

A avaliação dos ativos biológicos por seu valor justo, feita trimestralmente pela Companhia, considera certas estimativas, tais como: preço de madeira, taxa de desconto, plano de colheita das florestas e volume de produtividade, as quais estão sujeitas a incertezas, podendo gerar efeitos nos resultados futuros em decorrência de suas variações. O aumento ou diminuição no valor justo é determinado pela diferença entre os valores justos dos ativos biológicos no início do período e no final do período avaliado.

Provisões fiscais, previdenciárias, trabalhistas e cíveis

As provisões passivas decorrem de processos administrativos e/ou judiciais inerentes ao curso normal das atividades da Companhia. As provisões fiscais, previdenciárias, trabalhistas e cíveis são avaliadas pelos advogados internos, advogados e peritos contratados pela Companhia e são quantificadas utilizando-se de critérios que permitam a sua mensuração de forma adequada e são atualizadas até as datas do balanço.

Para os processos judiciais classificados com risco de perda provável, são constituídas provisões; para os processos judiciais cujo risco de perda é considerado como possível, há somente divulgação dos processos e valores envolvidos, sem que seja constituída provisão; e para os processos cujo risco de perda é classificado como remoto, não há divulgação dos riscos nem constituição de provisões, conforme requerido pelas práticas contábeis adotadas no Brasil.

Em processos judiciais envolvendo causas ativas, para as quais não existem valores provisionados nas demonstrações financeiras, seguindo o princípio contábil da prudência, sendo a prática contábil adotada é a o reconhecimento dos ativos somente após o trânsito em julgado definitivo dos processos.

10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs**10.6. Comentários dos diretores sobre controles internos adotados para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis:****a) grau de eficiência de tais controles, indicando eventuais imperfeições e providências adotadas para corrigi-las**

A Companhia acredita que o grau de eficiência dos controles internos adotados para assegurar a elaboração das demonstrações financeiras é satisfatório. A Companhia está atenta às novas tecnologias e investe em seus controles a fim de aprimorá-los cada vez mais.

b) deficiências e recomendações sobre os controles internos presentes no relatório do auditor independente

A Administração da Companhia entende que as recomendações nos controles internos reportados pelo auditor independente não impactam de forma relevante as demonstrações financeiras dos exercícios findos em 31 de dezembro de 2011, 2010 e 2009, visto que possuem uma estrutura de controle compensatória para que os riscos sejam mitigados. As melhorias sugeridas serão implementadas durante os exercícios subsequentes.

10. Comentários dos diretores / 10.7 - Coment. s/itens não evidenciados**10.7. Comentários dos diretores sobre aspectos referentes a eventuais ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários:****a) como os recursos resultantes da oferta foram utilizados**

Não houve ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissão da Companhia nos últimos três exercícios sociais.

b) se houve desvios relevantes entre a aplicação efetiva dos recursos e as propostas de aplicação divulgadas nos prospectos da respectiva distribuição

Não aplicável dado que não houve ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissão da Companhia nos três últimos exercícios sociais.

c) caso tenha havido desvios, as razões para tais desvios

Não aplicável dado que não houve ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários de emissão da Companhia nos três últimos exercícios sociais.

10. Comentários dos diretores / 10.8 - Plano de Negócios

10.8. Itens relevantes não evidenciados nas demonstrações financeiras da Companhia:

a) os ativos e passivos detidos pela Companhia, direta ou indiretamente, que não aparecem no seu balanço patrimonial (*off-balance sheet items*), tais como: i) arrendamentos mercantis operacionais, ativos e passivos; ii) carteiras de recebíveis baixadas sobre as quais a entidade mantenha riscos e responsabilidades, indicando respectivos passivos; iii) contratos de futura compra e venda de produtos ou serviços; iv) contratos de construção não terminada; e v) contratos de recebimentos futuros de financiamentos.

A Companhia não mantém qualquer operação, contrato, obrigação ou outros tipos de compromissos em sociedades cujas demonstrações financeiras não sejam consolidadas com as suas ou outras operações passíveis de gerar um efeito relevante, presente ou futuro, nos seus resultados ou em sua condição patrimonial ou financeira, receitas ou despesas, liquidez, investimentos, caixa ou quaisquer outras não registradas em suas demonstrações financeiras.

b) outros itens não evidenciados nas demonstrações financeiras

Não há quaisquer outros itens relevantes não evidenciados nas demonstrações financeiras consolidadas da Companhia, que sejam evidenciados nas demonstrações financeiras.

10. Comentários dos diretores / 10.9 - Outros fatores com influência relevante

10.9. Comentários dos diretores sobre cada um dos itens não evidenciados nas demonstrações financeiras indicados no item 10.8:

a) como tais itens alteram ou poderão vir a alterar as receitas, as despesas, o resultado operacional, as despesas financeiras ou outros itens das demonstrações financeiras do emissor

Não há quaisquer outros itens relevantes não evidenciados nas demonstrações financeiras consolidadas da Companhia, que sejam evidenciados nas demonstrações financeiras.

b) natureza e o propósito da operação

Não há quaisquer outros itens relevantes não evidenciados nas demonstrações financeiras consolidadas da Companhia, que sejam evidenciados nas demonstrações financeiras.

c) natureza e montante das obrigações assumidas e dos direitos gerados em favor do emissor em decorrência da operação

Não há quaisquer outros itens relevantes não evidenciados nas demonstrações financeiras consolidadas da Companhia, que sejam evidenciados nas demonstrações financeiras.