

Índice

5. Gerenciamento de riscos e controles internos

5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos	1
5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado	2
5.3 - Descrição - Controles Internos	3
5.4 - Alterações significativas	5
5.5 - Outras inf. relev. - Gerenciamento de riscos e controles internos	6

10. Comentários dos diretores

10.1 - Condições financeiras/patrimoniais	7
10.2 - Resultado operacional e financeiro	42
10.3 - Efeitos relevantes nas DFs	47
10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases	48
10.5 - Políticas contábeis críticas	49
10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs	52
10.7 - Coment. s/itens não evidenciados	53
10.8 - Plano de Negócios	54
10.9 - Outros fatores com influência relevante	56

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

5. POLÍTICA DE GERENCIAMENTO DE RISCOS E CONTROLES INTERNOS

5.1. Em relação aos riscos indicados no item 4.1, informar:

<p>a) Existência de política formalizada de gerenciamento de riscos, destacando, em caso afirmativo, o órgão que a aprovou e a data de sua aprovação, e, em caso negativo, as razões pelas quais a Companhia não adotou uma política, b) Os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos, quando houver, incluindo: (i) os riscos para os quais se busca proteção; (ii) os instrumentos utilizados para proteção; (iii) a estrutura organizacional de gerenciamento de riscos, c) A adequação da estrutura operacional e de controles internos para verificação da efetividade da política adotada</p>
<p>a) Ao longo da concepção da área responsável pelo gerenciamento de riscos, atualmente denominada Auditoria e Gestão de Riscos, foram realizados ajustes de estrutura e processos. Nesse contexto, a Política de Auditoria e Gestão de Riscos foi revisada no ano de 2015 e aprovada pela Diretoria Executiva no ano de 2016.</p> <p>b) Citamos a seguir os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos.</p> <p>i. A Companhia busca proteção aos riscos de perspectiva, conforme abaixo:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Risco Estratégico: Possibilidade de implementar uma estratégia malsucedida ou ineficaz que fracasse em alcançar os objetivos; • Risco Operacional: Possibilidade de ocorrência de perdas resultantes de falha, deficiência ou inadequação de processos internos, pessoas e sistemas, ou de eventos externos; • Risco Financeiro: Possibilidade de emissão de relatórios financeiros, gerenciais, regulatórios, fiscais, estatutários e de sustentabilidade incompletos, inexatos ou intempestivos e erro no monitoramento da situação econômica nacional e internacional; e • Risco de Conformidade: Ocorrência de modificações nas regulamentações e ações de órgãos reguladores afetando significativamente a habilidade da empresa em eficientemente administrar seus negócios; e descumprimento de normas internas e externas. <p>ii. Os processos são mapeados e seus riscos identificados e registrados na Matriz de Riscos, havendo a análise detalhada destes através de um procedimento de autoavaliação efetuado pelos Gestores de Risco, no qual se observa a descrição dos fatores de riscos e análise qualitativa. As atividades de controles são então identificadas e avaliadas, bem como seus requisitos para o adequado nível de mitigação do risco, na Autoavaliação de Controles sendo registradas, posteriormente, na Matriz de Controles. Outrossim, o Gestor de Risco registra os planos de ação que julga oportunos para aprimoramento da atividade de controle, sendo estes acompanhados pela área de Auditoria e Gestão de Riscos. Por fim, são realizados procedimento de avaliação pela Auditoria Interna, que verifica a efetividade e o adequado entendimento do cenário de controles internos.</p> <p>iii. A Companhia possui uma estrutura organizacional específica para o controle e gerenciamento de riscos, que é composta pela área de Auditoria e Gestão de Riscos, que integra a Superintendência de Estratégia e Gestão, ligada ao Diretor Presidente. Além desta, é responsabilidade dos Gestores de Riscos a análise e gerenciamento dos riscos e controles internos, bem como a execução dos possíveis planos de ação elaborados para adequação dos controles. O limite de aceitação dos riscos – apetite ao risco – é determinado pela Diretoria Executiva.</p> <p>c) Além da área de Auditoria e Gestão de Riscos, que possui a missão de facilitador do gerenciamento de riscos, existe também a participação dos Gestores de Riscos, os quais avaliam os riscos e efetivam os controles mitigatórios.</p>

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado**5.2 Em relação aos riscos de mercado indicados no item 4.2, informar:**

<p>a) Existência de política formalizada de gerenciamento de riscos de mercado, destacando, em caso afirmativo, o órgão que a aprovou e a data de sua aprovação, e, em caso negativo, as razões pelas quais a Companhia não adotou uma política;</p> <p>b) Os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos de mercado, quando houver, incluindo: (i) os riscos de mercado para os quais se busca proteção; (ii) a estratégia de proteção patrimonial (hedge); (iii) os instrumentos utilizados para proteção patrimonial (hedge); (iv) os parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos; (v) se a Companhia opera instrumentos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial (hedge) e quais são esses objetivos; (vi) a estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos de mercado; c) A adequação da estrutura operacional e controles internos para verificação da efetividade da política adotada</p>	<p>a) A Companhia possui em sua Política Financeira, aprovada pelo Conselho de Administração em 20 de outubro de 2010, a descrição dos objetivos, estratégias e instrumentos utilizados no gerenciamento de riscos de mercado.</p> <p>b) Os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos de mercado:</p> <p>i. A Companhia busca proteção em relação à exposição e à variação cambial e ao risco de liquidez dos mercados de crédito.</p> <p>ii. A Companhia procura manter iguais as receitas e despesas de operações em moeda estrangeira, buscando mitigar impacto de riscos cambiais no seu fluxo de caixa. A Companhia também procura níveis adequados de endividamento em relação à sua geração de caixa buscando mitigar riscos de falta de liquidez nos mercados de crédito.</p> <p>iii. Eventualmente a Companhia utiliza derivativos cambiais (NDF, Swap, ou outro semelhante) buscando proteção do seu fluxo de caixa às variações cambiais, conforme definido na Política Financeira aprovada pelo Conselho de Administração. Em 31 de dezembro de 2016, a Companhia não tinha contratado nenhum instrumento financeiro derivativo a valor justo.</p> <p>Em 31 de dezembro de 2016, a Companhia possui os seguintes derivativos financeiros vinculados a operações de captação (reconhecidos diretamente no resultado):</p> <ul style="list-style-type: none"> Instrumento financeiro derivativo vinculado a operações de captações – Swap de Fluxo de Caixa com o Banco Itaú BBA, que tem por objetivo modificar a remuneração e riscos associados a taxa de juros da operação contratada na mesma data entre as partes em contrato de CCE – Cédula de Crédito à Exportação. O valor de referência atribuído em 23 de março de 2012, data de sua contratação, foi de R\$ 40.000 mil, equivalente a USD 21.990 mil na data de transação, e vem diminuindo conforme ocorrem os vencimentos das parcelas previstas no contrato a ele atrelado até o vencimento final em março de 2017. Instrumento financeiro derivativo vinculado a operações de captações - Swap de Troca de Taxa com o Banco Santander, com objetivo de modificar a remuneração associada à taxas de juros das operações contratadas em janeiro de 2013 entre as partes em contrato de CCE – Cédula de Crédito à Exportação e NCE – Nota de Crédito à Exportação. O valor de referência atribuído na data da contratação é de R\$ 30.000 mil, cujo pagamento ocorrerá apenas ao final do contrato, sendo o vencimento final das operações em junho de 2017. <p>iv. Os riscos cambiais são mitigados mantendo como parâmetro as receitas e despesas em moeda estrangeira iguais ao longo do ano. Os riscos de crédito são mitigados usando como parâmetro a referência (meta) dívida líquida x EBITDA Ajustado de 2,5 vezes. Circunstancialmente, em fase de investimentos, é admitido um índice de alavancagem maior, até o limite de 4 vezes e que vem sendo progressivamente buscado pela Companhia, a manutenção de saldos de aplicações financeiras de liquidez imediata e prazos de pagamento dos empréstimos e financiamentos alongados conforme Política aprovada pelo Conselho de Administração. Esses indicadores são monitorados mensalmente pela Diretoria da Companhia e reportados para o Conselho de Administração.</p> <p>v. Não há outros instrumentos financeiros além dos informados no item iii.</p> <p>vi. O gerenciamento operacional dos riscos de mercado é realizado pelo Gestor de Riscos – Gerente Financeiro – e equipe da área financeira, sob a supervisão do Diretor Administrativo, Financeiro e Relações com Investidores.</p> <p>c) A área administrativa e financeira da Companhia busca o cumprimento das regras acima e reporta os indicadores periodicamente ao Conselho de Administração.</p>
---	--

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.3 - Descrição - Controles Internos

5.3. Controles internos adotados para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis:

a) principais práticas de controles internos e o grau de eficiência de tais controles, indicando eventuais imperfeições e providências adotadas para corrigi-las

Os Diretores da Companhia acreditam que o sistema de elaboração das demonstrações financeiras é suficiente para assegurar a precisão dos dados e a confiabilidade da elaboração das demonstrações financeiras, não tendo havido imperfeições relevantes nos controles internos da Companhia. As práticas de controles internos, monitoramento de processos operacionais e financeiros, gestão de risco e compliance utilizadas pela Companhia, e que asseguram a confiabilidade da elaboração das demonstrações financeiras, estão descritas no item 5.1 (a).

b) estruturas organizacionais envolvidas

A elaboração das demonstrações financeiras da Companhia é realizada pela área de Contabilidade, a qual é ligada a Diretoria de Administração, Finanças e de Relações com Investidores, e segue todos os princípios e orientações pertinentes à atividade, além de reportar as mesmas à Auditoria Externa contratada para revisão e emissão de parecer sobre as Demonstrações Financeiras. Compete a Diretoria Executiva a revisão periódica das demonstrações financeiras da Companhia, bem como dos procedimentos adotados para a sua execução. Trimestralmente e anualmente, as demonstrações financeiras são reportadas para aprovação do Conselho de Administração.

c) se e como a eficiência dos controles internos é supervisionada pela administração da Companhia, indicando o cargo das pessoas responsáveis pelo referido acompanhamento

A eficácia dos controles internos é aferida mensalmente através do reporte e acompanhamento dos resultados da Companhia à Diretoria Executiva, e no mínimo trimestralmente através da aprovação das demonstrações financeiras pelo Conselho de Administração da Companhia.

d) deficiências e recomendações sobre os controles internos presentes no relatório circunstanciado, preparado e encaminhado à Companhia pelo auditor independente, nos termos da regulamentação emitida pela CVM que trata do registro e do exercício da atividade de auditoria independente

Os auditores independentes, em conexão com a auditoria das demonstrações financeiras da Companhia, realizaram uma avaliação de riscos voltados para controles internos, que resultaram em algumas recomendações.

A principal recomendação apresentada relativa a auditoria do exercício findo em 31 de dezembro de 2016, a qual a Diretoria avalia que possa gerar impacto não relevante em relação às demonstrações financeiras da Companhia é:

i) Obrigações de subvenção governamental: Falta da formalização de aditamento ao protocolo de intenções com o Governo do Estado de Minas Gerais, em cumprimento a obrigações de subvenção governamental para realização de investimentos previstos para os anos de 2014, 2015 e de 2016. A recomendação dos auditores foi o monitoramento dos investimentos nas subvenções recebidas. A Diretoria da Companhia está negociando esta formalização junto ao Governo do Estado de Minas Gerais, o qual pretende propor alterações na legislação Estadual pertinente, para regulamentar a aplicação de regras mais claras às propostas de investimentos privados com subvenção governamental. Diante desta proposta, a Companhia estará apta a formalizar aditamentos ou alterações necessárias ao cumprimento das obrigações previstas no protocolo de intenções firmado com o Estado de Minas Gerais.

O relatório elaborado pela auditoria independente, apresenta ainda algumas recomendações classificadas como Outras Deficiências e Observações relacionadas as Atividades Operacionais e/ou de Negócio, as quais não são representativas e são tratadas apenas como oportunidades de melhoria para a elaboração das Demonstrações Financeiras da Companhia.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.3 - Descrição - Controles Internos

e) comentários dos diretores sobre as deficiências apontadas no relatório circunstanciado preparado pelo auditor independente e sobre as medidas corretivas adotadas

A Diretoria avaliou o relatório de recomendações para o aprimoramento dos controles internos emitido pelos auditores independentes onde foi apontada deficiência significativa, outras deficiências e observações relacionadas às atividades operacionais ou de negócios e entende que esses itens não são relevantes e não geram impacto nas demonstrações financeiras.

Todas as recomendações relacionadas ao aprimoramento das demonstrações financeiras e notas explicativas foram avaliadas, identificando pontos passíveis de melhoria para implementação, os quais estão em fase de aprimoramento para as demonstrações financeiras de encerramento do exercício de 2016. Em relação ao apontamento relacionado às obrigações de subvenção governamental, a Companhia monitora o assunto junto ao Governo do Estado de Minas Gerais a fim de formalizar o aditamento ao protocolo de intenções que objetiva a implantação dos investimentos previstos.

Em relação às deficiências e observações relacionadas às atividades operacionais, estas foram discutidas junto aos auditores e analisadas pela Diretoria da Companhia para implementação das adequações pertinentes àqueles itens, conforme seja possível. De qualquer forma, referidas deficiências e observações são pouco representativas e, portanto, tratadas como oportunidades de melhoria para as demonstrações financeiras da Companhia.

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

5.4. Informar se, em relação ao último exercício social, houve alterações significativas nos principais riscos a que o emissor está exposto ou na política de gerenciamento de riscos adotada, comentando, ainda, eventuais expectativas de redução ou aumento na exposição do emissor a tais riscos

A Companhia tem como prática a análise constante dos riscos aos quais está exposta e que possam afetar seus negócios, situação financeira e os resultados das suas operações de forma adversa. A Companhia está constantemente monitorando mudanças no cenário macroeconômico e setorial que possam influenciar suas atividades, através de acompanhamento dos seus principais indicadores de desempenho. Mudanças da economia mundial, com um enfraquecimento do seu crescimento e impacto na economia local, podem aumentar os riscos mencionados na Seção 4 acima deste Formulário de Referência.

No último exercício social, não houve alterações significativas nos principais riscos a que a Companhia está exposta ou na política de gerenciamento de riscos adotada pela Companhia.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.5 - Outras inf. relev. - Gerenciamento de riscos e

5.5. Outras informações relevantes:

Todas as informações relevantes conhecidas já foram divulgadas acima.

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

10. COMENTÁRIOS DOS DIRETORES

10.1. Os diretores devem comentar sobre:

Os comentários a seguir devem ser lidos em conjunto com as demonstrações financeiras consolidadas da Companhia, referentes aos exercícios findos em 31 de dezembro de 2014, 2015 e 2016.

a) condições financeiras e patrimoniais gerais

A Diretoria entende que a Companhia apresenta condições financeiras e patrimoniais para cumprir com todas as suas obrigações de curto e longo prazo, gerindo suas estratégias financeiras e de negócio.

No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016, a receita líquida de venda de bens e/ou serviços consolidada da Companhia foi de R\$ 776.795 mil, representando um crescimento de 2,4% em relação ao mesmo período de 2015, que foi de R\$ 758.758 mil. O prejuízo líquido consolidado da Companhia, em 2016, foi de R\$ 10.782 mil, 2.278,2% inferior ao lucro líquido do mesmo período de 2015, que foi de R\$ 495 mil. O resultado de 2016 teve impacto do aumento dos custos de matérias primas, em especial das aparas de papelão ondulado, e ainda da despesa financeira reconhecida ao resultado do exercício. O EBITDA Ajustado Consolidado de 2016 foi de R\$ 175.314 mil, apresentando redução de 3,3% quando comparado a R\$ 181.209 mil no exercício de 2015. Com isso, a margem do EBITDA Ajustado Consolidado da Companhia foi de 22,6% em 2016, contra 23,9% no mesmo período de 2015. A relação dívida líquida/EBITDA Ajustado consolidada, que era de 4,29 vezes no ano de 2015, passou para 4,10 vezes em 2016. A variação foi principalmente devido à redução da cotação do dólar, apurado no ano, que refletiu na diminuição da dívida líquida. Em 31 de Dezembro de 2016, 32,5% do total do endividamento consolidado da Companhia estava no curto prazo, no montante de R\$ 298.040 mil, conforme descrito no item 10.1 (f) abaixo, sendo que a soma de caixa e equivalentes de caixa e dos saldos de Bancos conta vinculada consolidados totalizavam R\$ 198.083 mil.

No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2015, a receita líquida de venda de bens e/ou serviços consolidada da Companhia foi de R\$ 758.758 mil, representando um crescimento de 2,7% em relação ao mesmo período de 2014, que foi de R\$ 738.499 mil. O lucro líquido consolidado da Companhia, em 2015, foi de R\$ 495 mil, 99,1% inferior ao lucro líquido de 2014, que foi de R\$ 56.579 mil. O resultado de 2015 teve impacto negativo da variação do valor justo dos ativos biológicos, bem como dos efeitos da variação cambial reconhecidos no exercício. O EBITDA Ajustado Consolidado foi de R\$ 181.209 mil no ano de 2015, apresentando crescimento de 18,1%, quando comparado a R\$ 153.483 mil no ano de 2014. Com isso, a margem do EBITDA Ajustado Consolidado da Companhia foi de 23,9% em 2015, contra 20,8% em 2014. A relação dívida líquida/EBITDA Ajustado consolidada, que era de 3,97 vezes em 2014, passou para 4,29 vezes em 2015, influenciada pela valorização do dólar, que incrementou parte da dívida denominada em dólar. Em 31 de dezembro de 2015, 23,5% do total do endividamento consolidado da Companhia estava no curto prazo, no montante de R\$ 216.868 mil, conforme descrito no item 10.1 (f) abaixo, sendo que a soma de caixa e equivalentes de caixa e dos saldos de Bancos conta vinculada consolidados totalizavam R\$ 145.454 mil.

No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, a receita líquida de venda de bens e/ou serviços consolidada da Companhia foi de R\$ 738.499 mil, representando um crescimento de 22,2% em relação ao mesmo período de 2013, que foi de R\$ 604.241 mil. O lucro líquido consolidado da Companhia, em 2014, foi de R\$ 56.579 mil, 16,1% inferior ao lucro líquido de 2013 que foi de R\$ 67.408 mil, principalmente em função dos reflexos da adesão ao programa REFIS da Lei 11.941/09 ocorrido em 2013 e que não se repetiu em 2014 nos mesmos níveis. No entanto, a variação do valor justo dos ativos biológicos cresceu 46,3% em 2014 em comparação com 2013, o que contribuiu positivamente para o resultado líquido apresentado pela Companhia, mitigando a queda no lucro líquido verificada em 2014. O EBITDA Ajustado Consolidado foi de R\$ 153.483 mil no ano de 2014, apresentando crescimento de 21,6%, quando comparado a R\$ 126.210 mil no ano de 2013. Com isso a margem do EBITDA Ajustado Consolidado da Companhia foi de 20,8% em 2014, contra 20,9% em 2013. A relação dívida líquida/EBITDA Ajustado consolidada, que era de 3,92 vezes em 2013, passou para 3,97 vezes em 2014, influenciada pela valorização do dólar, que incrementou parte da dívida denominada em dólar e pelo investimento realizado na Máquina de Papel I. Em 31 de dezembro de 2014, 21,8% do total do endividamento consolidado da Companhia estavam no curto prazo, no montante de R\$ 169.617 mil, conforme descrito no item 10.1 (f) abaixo, sendo que a soma de caixa e equivalentes de caixa e dos saldos de Bancos conta vinculada consolidados totalizavam R\$ 168.058 mil.

A Diretoria da Companhia entende que um índice de alavancagem operacional na casa das 2,5 vezes (medido por meio do índice Dívida Líquida Consolidada/EBITDA Ajustado Consolidado) propicia uma estrutura de capital ideal, mantidos prazos médios de liquidação das dívidas em aproximadamente 30 meses e um saldo mínimo de caixa consolidado de aproximadamente R\$ 50.000 mil. Circunstancialmente, em fase de investimentos, é admitido um índice de alavancagem maior, até o limite de 4 vezes.

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

A tabela a seguir mostra um resumo dos principais índices de alavancagem financeira da Companhia para os exercícios indicados:

R\$ mil	31 de dezembro de 2016	31 de dezembro de 2015	31 de dezembro de 2014
Dívida Líquida ⁽¹⁾	719.292	776.966	608.787
EBITDA Ajustado ⁽²⁾	175.314	181.209	153.483
Dívida líquida / EBITDA Ajustado	4,10	4,29	3,97
Dívida Líquida Consolidada Ajustada/EBITDA Ajustado ⁽³⁾	3,40	3,08	3,97

(1) A Dívida Líquida é calculada conforme item 10.1 (b) deste Formulário de Referência.

(2) EBITDA Ajustado é o EBITDA ajustado: (i) pela variação do valor justo dos ativos biológicos; (ii) pela participação dos administradores nos resultados da Companhia e desembolsos feitos em decorrência do exercício de *stock options* por diretores da Companhia; (iii) por outros eventos.

Dívida Líquida Consolidada Ajustada /EBITDA Ajustado é calculado excluindo da dívida líquida a variação cambial registrada como *hedge accounting*.

b) estrutura de capital

	2016	ah%	2015	ah%	2014
Total de dívidas ⁽¹⁾	917.375	(0,5)	922.420	18,7	776.845
Caixa e equivalentes de caixa	103.885	(17,4)	125.732	(24,3)	165.985
Bancos conta vinculada ⁽²⁾⁽³⁾	94.198	377,6	19.722	851,4	2.073
Dívida líquida	<u>719.292</u>	<u>(7,4)</u>	<u>776.966</u>	<u>27,6</u>	<u>608.787</u>
Patrimônio líquido	445.201	12,2	396.628	(20,3)	497.625
Capital social realizado	161.895	-	161.895	6,6	151.895
Índice de endividamento líquido	1,62		1,96		1,22

(1) Total de dívida bruta: Composto por empréstimos e financiamentos, debêntures e CDCA.

(2) Bancos conta vinculada (Banco do Brasil Nova York): representam valores retidos para garantia de amortização de parcelas de empréstimo oriundas de pré pagamento de exportação firmado com Credit Suisse, referente à parcela com vencimento em fevereiro de 2017.

(3) Bancos conta vinculada (Banco Itaú, Banco Santander e Banco Rabobank): representam valores depositados em aplicações financeiras cujos resgates ocorrerão nas datas dos vencimentos em 2017 e 2018 de operações de capital de giro contratadas junto aos próprios bancos.

O patrimônio líquido consolidado da Companhia em 31 de dezembro de 2016 era de R\$ 445.201 mil, o que significa um aumento de 12,2%, em relação ao patrimônio líquido consolidado em 31 de dezembro de 2015, que foi de R\$ 396.628 mil, em função principalmente do reconhecimento da variação cambial sobre *hedge accounting*. Em 31 de dezembro de 2016, a dívida bruta consolidada da Companhia era de R\$ 917.375 mil, demonstrando uma estrutura de capital de 32,7% de capital próprio e 67,3% de capital de terceiros.

O patrimônio líquido consolidado da Companhia em 31 de dezembro de 2015 era de R\$ 396.628 mil, o que significa uma redução de 20,3%, em relação ao patrimônio líquido consolidado em 31 de dezembro de 2014, que foi de R\$ 497.625 mil, em função principalmente do reconhecimento da variação cambial sobre *hedge accounting*. Em 31 de dezembro de 2015, a dívida bruta consolidada da Companhia era de R\$ 922.420 mil, demonstrando uma estrutura de capital de 30,1% de capital próprio e 69,9% de capital de terceiros.

O patrimônio líquido consolidado da Companhia em 31 de dezembro de 2014 era de R\$ 497.625 mil, o que significa um aumento de 1,9%, em relação ao patrimônio líquido consolidado em 31 de dezembro de 2013, que foi de R\$ 488.241 mil, em função principalmente da destinação de resultados para a reserva de retenção de lucros. Em 31 de dezembro de 2014, a dívida bruta consolidada da Companhia era de R\$ 776.845 mil, demonstrando uma estrutura de capital de 39,0% de capital próprio e 61,0% de capital de terceiros.

A Diretoria da Companhia entende que os níveis de alavancagem atuais (capital de terceiros/capital próprio) estão adequados para

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

uma estrutura de capital eficiente, considerando os efeitos da variação cambial sobre a dívida em moeda estrangeira, que representa 40,6% da dívida total da Companhia em 31 de dezembro de 2016, e também do efeito da variação cambial sobre o Patrimônio Líquido pela contabilização do *hedge accounting* .

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**c) capacidade de pagamento em relação aos compromissos financeiros assumidos**

A Diretoria da Companhia entende que seu fluxo de caixa operacional, incluindo suas disponibilidades de caixa e equivalentes e saldos de Bancos conta vinculada, e EBITDA Ajustado, nos patamares apresentados, permitem os pagamentos dos compromissos da estrutura de dívida da Companhia assumida no curto e no longo prazo, inclusive com relação aos índices financeiros (*covenants*) previstos nos contratos firmados pela Companhia, assumindo a não ocorrência de mudanças relevantes nos cenários econômico e de crédito nacional e internacional.

Como demonstrado no item 10.1(a) acima, a relação dívida líquida/EBITDA Ajustado consolidada apresentou aumento, passando de 3,97 vezes em 31 de dezembro de 2014 para 4,29 vezes em 31 de dezembro de 2015 e para 4,10 vezes em 31 de dezembro de 2016. A relação dívida líquida/EBITDA Ajustado foi influenciada pela valorização do dólar que incrementou a parte da dívida denominada em dólar na relação 2014 para 2015, bem como influenciada pela sua desvalorização em 2016.

Em 31 de dezembro de 2016, os financiamentos e outros passivos consolidados a serem cumpridos no exercício de 2017 correspondiam a um valor de R\$ 422.059 mil, enquanto a receita líquida de venda de bens e/ou serviços consolidada da Companhia no exercício foi de R\$ 776.795 mil e o conjunto dos ativos a receber consolidados, entre eles Caixa e Equivalentes, Banco Conta Vinculada e Contas a Receber de Clientes a vencer que representa R\$ 374.925 mil.

Em 31 de dezembro de 2015, os financiamentos e outros passivos consolidados a serem cumpridos no exercício de 2016 correspondiam a um valor de R\$ 295.022 mil, enquanto a receita líquida de venda de bens e/ou serviços consolidada da Companhia no ano foi de R\$ 758.758 mil e o conjunto dos ativos a receber consolidados, entre eles Caixa e Equivalentes, Banco Conta Vinculada e Contas a Receber de Clientes a vencer que representa R\$ 307.729 mil.

A Companhia tem ainda como alternativa, para sustentar seus projetos, a manutenção ou obtenção de linhas de financiamento de longo prazo, as quais acredita que continuarão disponíveis considerando o cenário atual de mercado e a constante evolução na qualidade de crédito da Companhia, melhoria do perfil de sua dívida em relação a prazo, custo e outros fatores.

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

A Companhia financia o seu capital de giro, quando necessário, por meio de operações de crédito, de curto e longo prazos, junto a instituições financeiras e por meio de operações no mercado de capitais.

Os investimentos mais relevantes em ativos não circulantes consistem na manutenção, modernização e ampliação das unidades produtivas da Companhia, essenciais para a continuidade dos negócios da Companhia. O referido investimento tem sido financiado por fluxo de caixa próprio e pelas linhas de crédito bancárias, principalmente linhas de repasse de longo prazo do 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 Diretoria acredita que a geração interna de caixa da Companhia, juntamente com os limites de crédito de curto e longo prazo disponíveis junto a instituições financeiras, serão suficientes para equacionar satisfatoriamente seus compromissos. Se houver eventuais descasamentos das disponibilidades com os montantes vencidos no curto prazo, a Companhia poderá contratar novas linhas de crédito com instituições financeiras, tanto para linhas de capital de giro quanto para investimentos de manutenção, sendo essas linhas de crédito avaliadas e negociadas caso a caso.

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

f) níveis de endividamento e características das dívidas, descrevendo ainda (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 relação a limites de endividamento e contratação de novas dívidas, à distribuição de dividendos, à alienação de controle societário de ativos, à emissão de novos valores mobiliários, bem como o cumprimento dessas restrições.

As tabelas abaixo demonstram as dívidas bruta e líquida de curto e longo prazo, bem como o patrimônio líquido da Companhia nos exercícios indicados:

Indicadores Econômicos Financeiros	2016	ah%	2015	ah%	2014
Dívidas de curto prazo					
Moeda Nacional	188.595	60,3	117.674	(7,9)	127.761
Moeda estrangeira	109.445	10,3	99.194	137,0	41.856
Total curto prazo	298.040	37,4	216.868	27,9	169.617
Dívidas de longo prazo					
Moeda Nacional	356.349	20,3	296.150	1,2	292.526
Moeda estrangeira	262.986	(35,8)	409.402	30,1	314.702
Total longo prazo	619.335	(12,2)	705.552	16,2	607.228
Total de dívidas brutas ⁽¹⁾	917.375	(0,5)	922.420	18,7	776.845
(-) Disponibilidades ⁽²⁾	198.083	36,2	145.454	(13,5)	168.058
Dívida líquida	719.292	(7,4)	776.966	27,6	608.787
Patrimônio líquido	445.201	12,2	396.628	(20,3)	497.625
Capital social realizado	161.895	-	161.895	6,6	151.895

(1) Total de dívida bruta: Composto por empréstimos e financiamentos, Debêntures.

(2) Disponibilidades: Composta por caixa, equivalentes de caixa e bancos conta vinculada.

Níveis de Endividamento

Em 31 de dezembro de 2016, o saldo da dívida bruta consolidada da Companhia era de R\$ 917.375 mil, dos quais R\$ 298.040 mil (32,5%) representavam dívidas de curto prazo e R\$ 619.335 mil (67,5%) dívidas de longo prazo. Em 31 de dezembro de 2015, o saldo da dívida bruta consolidada da Companhia era de R\$ 922.420 mil, dos quais R\$ 216.868 mil (23,5%) representavam dívidas de curto prazo e R\$ 705.552 mil (76,5%) dívidas de longo prazo. Em 31 de dezembro de 2014, o saldo da dívida bruta consolidada da Companhia era de R\$ 776.845 mil, dos quais R\$ 169.617 mil (21,8%) representavam dívidas de curto prazo e R\$ 607.228 mil (78,2%) dívidas de longo prazo.

A dívida líquida (total da dívida menos a soma do caixa e equivalentes de caixa e dos saldos de Bancos conta vinculada do ativo circulante e não circulante) foi de R\$ 719.292 mil em 31 de dezembro de 2016, R\$ 776.966 mil em 31 de dezembro de 2015 e R\$ 608.787 mil em 31 de dezembro de 2014.

i) Contratos de empréstimos e financiamentos relevantes

A tabela abaixo mostra o endividamento bruto consolidado da Companhia em 31 de dezembro de 2016, 2015 e 2014.

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

(em milhares de R\$)		31.12.16	31.12.15	31.12.14
Circulante				
	Encargos anuais %			
Moeda nacional				
FINAME	Fixo a 3,23%, TJLP + 4,54%, Selic + 5,54% e ECM + 3,65%	7.580	7.521	8.487
Capital de giro	Fixo a 10,85%, CDI + 4,15% e TJLP + 6,00%	112.328	52.815	40.832
Capital de giro - CDCA	IPCA + 10,22%	22.629	21.910	20.675
Capital de giro - Operação Sindicalizada	CDI + 5,00%	7.172	-	-
Leasing financeiro	Fixo a 15,80%	263	443	886
Debêntures	CDI + 3,60%	31.114	21.248	44.382
BNDES	TJLP + 3,60%	7.509	13.737	12.499
Total moeda nacional		188.595	117.674	127.761
Moeda estrangeira				
Adiantamento de contrato de câmbio	Fixo entre 4,90% e 6,75%	28.807	34.174	20.074
Banco Itaú BBA - CCE	Fixo a 5,80%	8.087	19.509	13.422
Banco Credit Suisse - PPE	Libor + 7,50%	24.360	-	750
Banco do Brasil - FINIMP	Libor + 2,50%	-	195	1.735
Banco Citibank - FINIMP	Libor + 4,09%	-	915	2.883
Banco Santander - PPE	Libor + 5,50%	3.657	4.392	2.992
Banco Rabobank e Santander PPE	Libor + 5,95%	43.108	38.683	-
Banco LBBW - FINIMP	Euribor + 1,55%	1.110	1.326	-
Banco De Lage Landen	8,20% a.a.	316	-	-
Total moeda estrangeira		109.445	99.194	41.856
Total do circulante		298.040	216.868	169.617
Não Circulante				
Moeda nacional				
FINAME	Fixo a 3,23%, TJLP + 4,54%, Selic + 5,54% e ECM + 3,65%	8.495	13.287	20.486
Capital de giro	Fixo a 10,85%, CDI + 4,15% e TJLP + 6,00%	119.492	183.207	121.056
Capital de giro - CDCA	IPCA + 10,22%	-	20.008	36.085
Capital de giro - Operação Sindicalizada	CDI + 5,00%	177.451	-	-
Leasing financeiro	Fixo a 15,80%	471	114	557
Debêntures	CDI + 2,75%	9.352	39.791	69.738
BNDES	TJLP + 3,60%	41.088	39.743	44.604
Total moeda nacional		356.349	296.150	292.526
Moeda estrangeira				
Banco Itaú BBA - CCE	Fixo a 5,80%	-	9.537	19.434
Banco Credit Suisse - PPE	Libor + 7,50%	104.000	153.052	101.331
Banco Santander - PPE	Libor + 5,50%	3.606	8.640	8.816
Banco do Brasil - FINIMP	Libor + 2,50%	-	-	133
Banco Citibank - FINIMP	Libor + 4,09%	-	-	619
Banco Rabobank e Santander - PPE	Libor + 5,95%	151.327	233.138	184.369
Banco LBBW - FINIMP	Euribor + 1,55%	2.950	5.035	-
Banco De Lage Landen	8,20% a.a.	1.103	-	-
Total moeda estrangeira		262.986	409.402	314.702
Total do não circulante		619.335	705.552	607.228
Total		917.375	922.420	776.845

Estão apresentados abaixo a exigibilidade e vencimento final de cada um, na data base 31 de dezembro de 2016.

Financiamentos em moeda nacional:

- a) Finame: A Companhia possui 50 contratos de repasse de linhas de Finame do BNDES celebrados com as seguintes instituições financeiras: Banrisul S.A., BRDE - Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul S.A., Banco do Brasil S.A., Banco ABC Brasil S.A., Banco Safra S.A., Banco De Lage Laden e Banco Santander (Brasil) S.A., no valor total de R\$ 16.075 mil. Todos estes contratos têm por objeto o financiamento de máquinas e equipamentos, com vencimento final entre 2017 e 2024. Todos os equipamentos financiados por meio da linha Finame estão onerados ao respectivo credor.
- b) Capital de Giro: A Companhia possui 19 contratos de financiamento para capital de giro com as seguintes instituições financeiras: Banco do Brasil, Banco Safra S.A., Banco Bradesco S.A., Banco Itaú BBA S.A., Banco Santander (Brasil) S.A., Banrisul, Rabobank e Banco Pine no valor total de R\$ 231.820 mil, com vencimento entre 2017 e 2021.

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

- c) **CDCA:** Em 20 de junho de 2011, a Companhia emitiu um Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, no valor nominal de R\$ 60.000 mil em favor do Banco Itaú BBA S.A. e um CDCA no valor de R\$ 30.000 mil em favor do Banco Rabobank International do Brasil S.A. Os CDCAs estão vinculados a direitos creditórios oriundos de Cédulas de Produto Rural (CPR) físicas emitidas pela controlada da Companhia Iraflor Comércio de Madeiras Ltda. A Companhia é a única credora destas CPRs.
- d) **Leasing Financeiros:** Companhia possui 3 contratos de *leasing* financeiros celebrados com as seguintes instituições financeiras: Toyota Leasing do Brasil S.A. e Banco De Lage Landen Brasil S.A. no valor total de R\$ 734 mil, com vencimento final no segundo semestre de 2019.
- e) **BNDES:** Em 29 de janeiro de 2013, foi renegociado o empréstimo junto ao BNDES da controlada Indústria de Papel e Papelão São Roberto S.A. no valor de R\$ 54.387 mil, inicialmente celebrado em 27 de janeiro de 2011, com prazo de pagamento renegociado para 9 anos com carência de 9 meses para pagamento do principal e a CCI (Companhia Comercial de Imóveis) passou a ser a fiadora. Com a incorporação da São Roberto S.A. pela Companhia ocorrida em 30 de dezembro de 2014, a operação passou a ter a Companhia como devedora.
- f) **Operação Sindicalizada:** firmado um contrato de CCE(Cédula de Crédito de Exportação), junto aos bancos Itaú, Santander e Rabobank em uma operação sindicalizada, no valor de R\$ 180 milhões, com vencimento em 2021 e taxa de juros equivalente a CDI + 5% a.a. O empréstimo será liquidado em 15 parcelas trimestrais a partir de janeiro de 2018.

g) **Debêntures:**

(f.1) **Primeira Emissão de Debêntures da Companhia:** A Companhia emitiu, em 25 de março de 2010, debêntures simples, não conversíveis em ações, no valor de R\$ 100.000 mil, com esforços restritos de colocação. As debêntures foram integralmente pagas em março de 2015. Sua amortização ocorreu em oito parcelas semestrais, tendo o primeiro pagamento ocorrido em setembro de 2011.

(f.2) **Segunda Emissão de Debêntures da Companhia:** A Companhia emitiu, em 30 de novembro de 2012, debêntures simples, não conversíveis em ações, no valor de R\$ 60.000 mil, com esforços restritos de colocação. As debêntures da segunda emissão vencerão em novembro de 2017. Sua amortização ocorre em cinco parcelas anuais, tendo o primeiro pagamento ocorrido em novembro de 2013.

(f.3) **Primeira Emissão de Debêntures Wave – assumida por assunção de dívida pela Celulose Irani S.A.:** A Wave Participações S.A. emitiu, em 28 de maio de 2013, debêntures simples, não conversíveis em ações em série única, no valor de R\$ 80.000 mil. O prazo de vigência das debêntures é de 5 anos e sua amortização ocorrerá em parcelas trimestrais, sendo o primeiro pagamento em 20 de maio de 2014 e o último em 20 de maio de 2018. O objetivo desta emissão foi captar recursos que foram utilizados na reestruturação da Indústria de Papel e Papelão São Roberto S.A. Em decorrência de incorporação reversa incorrida em 29 de novembro de 2013, onde a controlada São Roberto incorporou a Wave Participações, o valor da debênture emitida pela Wave Participações passou a compor o saldo da debênture da São Roberto e, por consequência, o saldo consolidado da Companhia. A Companhia aprovou, em 22 de agosto de 2014, a assunção de dívida com a consequente transferência da totalidade dos direitos e obrigações detidos pela então controlada São Roberto S.A. das debêntures nos termos da escritura de emissão e cujo saldo remanescente era de R\$ 70.592 mil à época. Em contrapartida à assunção da dívida, foi gerado um crédito em favor da Companhia no mesmo valor, o qual foi integralmente contribuído ao capital social da então controlada, que foi incorporada pela Companhia em 30 de dezembro de 2014.

Financiamentos em moeda estrangeira:

Os financiamentos em moeda estrangeira em 31 de dezembro de 2016 estão atualizados pela variação cambial do dólar e do Euro.

- a) **Adiantamentos Contrato de Câmbio (ACCs):** A Companhia possui 4 contratos de adiantamento de contrato de câmbio celebrados com o Banrisul, Banco de La Provincia e Banco do Brasil, com saldo de US\$ 8.473 mil. O valor devido em tais contratos é atualizado pela variação cambial do dólar e pagos em parcela única, sendo o último vencimento no segundo semestre de 2017.
- b) **Banco Credit Suisse - PPE:** A Companhia celebrou, em 16 de fevereiro de 2007, contrato de pré-pagamento de exportação (*Credit and Export Prepayment Agreement*) com o Credit Suisse Brazil (Bahamas) Limited, no valor de US\$ 60.000 mil. Em 30 de novembro de 2007, foi negociado aditivo no valor de US\$ 10.000 mil. O principal e juros deste contrato seriam pagos em parcelas trimestrais com vencimento final em 2017. A Companhia celebrou, em 12 de abril de 2010 e em 31 de maio de 2011, contratos de Swap Fluxo de Caixa com relação aos juros deste financiamento. Em 27 de abril de 2012, a Companhia liquidou estas operações de

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

Swap Fluxo de Caixa. Por meio do *Amended and Restated* de 26 de setembro de 2014, a Companhia e o Credit Suisse repactuaram a operação de pré-pagamento de exportação que passa a ter vencimento final em 2020, bem como aumento da carência para pagamento das parcelas do principal do contrato até 30 de maio de 2017.

c) Banco Itaú BBA - CCE: A Companhia celebrou, em 23 de março de 2012, contrato de Cédula de Crédito de Exportação (CCE) com o Banco Itaú BBA S.A., no valor de R\$ 40.000 mil. O principal e juros deste contrato são pagos em parcelas semestrais com vencimento final em 23 de março de 2017.

d) Banco Santander PPE: A Companhia celebrou, em 09 de dezembro de 2013, um Pré-pagamento de exportação com o Banco Santander S.A., no valor de US\$ 5.532 mil. O principal e juros são pagos em parcelas anuais com vencimento final em 16 de novembro de 2018.

e) Banco Rabobank e Santander – PPE: A Companhia celebrou, em 30 de junho de 2014, um Pré-pagamento de exportação com os Bancos Rabobank e Santander no valor de US\$ 70.000 mil. Os juros são pagos em parcelas trimestrais e o principal em parcelas semestrais após 1 ano de carência com vencimento final em 2021.

f) LBBW – FINIMP: A Companhia celebrou, em 29 de maio de 2015, um contrato de financiamento de importação com o LBBW no valor de EUR 1.724 mil. O principal e juros serão pagos em parcelas semestrais com vencimento final em 2020.

g) Banco de Lage Landen CCB: A Companhia celebrou, em 28 de junho de 2016, um contrato de CCB (Cédula de Crédito Bancário) junto ao Banco de Lage Landen no valor de US\$ 468 mil com vencimento em 2021. O empréstimo será liquidado em 58 parcelas mensais a partir de setembro de 2016.

ii) outras operações de longo prazo com instituições financeiras

Os Diretores da Companhia informam que, com exceção das relações constantes dos contratos acima descritos, a Companhia não mantém outras relações de longo prazo com instituições financeiras.

iii) grau de subordinação entre as dívidas

A Companhia e suas controladas ofereceram garantias reais para os credores descritos no subitem (i) deste item 10.1(f). Tais credores possuem, portanto, até o valor das respectivas garantias, prioridade no caso de falência da Companhia. As demais dívidas da Companhia são da espécie quirografária. A Companhia não possui dívidas com garantia flutuante.

iv) eventuais restrições impostas, 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.

Os contratos financeiros da Companhia impõem de forma geral limites de endividamento para a Companhia, como também restrições para a contratação de novas dívidas, distribuição de dividendos acima do mínimo obrigatório (ou seja, 25% do lucro líquido ajustado da Companhia), alienação e oneração de ativos da Companhia e à emissão de novos valores mobiliários (exceto ações, na medida em que não resulte em alteração de controle). São descritas a seguir as principais cláusulas financeiras restritivas (*covenants* financeiros) contidas nos contratos de financiamento da Companhia. Todas elas são calculadas com base nas demonstrações financeiras consolidadas da Companhia, auditadas ou nas informações trimestrais da Companhia, revisadas, conforme o caso, para os períodos indicados nas respectivas cláusulas. A definição de EBITDA constante dos contratos financeiros da Companhia refere-se ao EBITDA Ajustado calculado pela Companhia e descrito no item 10.1(a) deste Formulário.

i) Capital de Giro - CDCA, Banco Itaú BBA - CCE, Banco Santander Brasil – PPE, Banco Rabobank e Santander – PPE e Banco Rabobank – CCE, Banco Santander - CCE e 2ª Emissão de Debêntures:

- a) A relação entre a dívida líquida e o EBITDA Ajustado para o período fiscal findo em 31 de dezembro de 2013 não poderá ser superior a 3,65x.
- b) A relação entre a dívida líquida e o EBITDA Ajustado para o período fiscal findo em 31 de dezembro de 2014 não poderá ser superior a 3,25x.
- c) A partir do exercício fiscal findo em 31 de dezembro de 2015, a relação entre a dívida líquida e o EBITDA Ajustado não poderá ser superior a 3,00x.
- d) A relação entre o EBITDA Ajustado e a despesa financeira líquida não poderá ser inferior a 2,00x para os exercícios fiscais

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

findos a partir de 31 de dezembro de 2013.

- e) A relação entre o EBITDA Ajustado e a receita líquida dos últimos 12 meses não poderá ser inferior a 17% para os exercícios fiscais findos a partir de 31 de dezembro de 2013.

Em 31 de dezembro de 2016, 2015 e 2014 a Companhia obteve waiver junto aos credores por não ter atendido os índices dos itens "c" e "b", respectivamente.

ii) 1ª Emissão de Debêntures Simples Wave:

- a) A relação entre a dívida líquida e o EBITDA Ajustado para o período fiscal findo em 31 de dezembro de 2013 não poderá ser superior a 3,65x.
- b) A relação entre a dívida líquida e o EBITDA Ajustado para o período fiscal findo em 31 de dezembro de 2014 não poderá ser superior a 3,25x.
- c) A partir do exercício fiscal findo em 31 de dezembro de 2015, a relação entre a dívida líquida e o EBITDA Ajustado não poderá ser superior a 3,00x, exceto para o exercício fiscal findo em 31 de dezembro de 2016, no qual deverá ser observado o limite de 4,50x.
- d) A relação entre o EBITDA Ajustado e a despesa financeira líquida não poderá ser inferior a 2,00x para os exercícios fiscais findos a partir de 31 de dezembro de 2013.

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014 a Companhia obteve waiver junto aos credores por não ter atendido os índices dos itens "c" e "b", respectivamente.

ii) Banco Credit Suisse PPE

a) Relação dívida líquida sobre EBITDA Ajustado de (i) 3,00 vezes para os trimestres findos entre 30 de junho de 2012 e 30 de setembro de 2013; (ii) 3,65 vezes para o trimestre encerrado em 31 de dezembro de 2013; (iii) 3,75 vezes para os trimestres entre 31 de março de 2014 e 30 de junho de 2014; (iv) 4,50 vezes para o trimestre findo em 30 de setembro de 2014; (v) 3,25 vezes para o trimestre findo em 31 de dezembro de 2014; (vi) 4,25 vezes para os trimestres findos entre 31 de março de 2015 a 30 de setembro de 2015; (vii) 3 vezes para o trimestre findo em 31 de dezembro de 2015; (viii) 4,50 vezes para os trimestres findos entre 31 de março de 2016 a 31 de dezembro de 2016; (ix) 4,25 vezes para os trimestres findos entre 31 de março de 2017 a 30 de setembro de 2017 e; (x) 3 vezes para os trimestres findos a partir de 31 de dezembro de 2017.

b) Relação EBITDA sobre despesa financeira líquida de 2,00x para os trimestres fiscais findos a partir de 30 de junho de 2012 até 2020.

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014 a Companhia obteve waiver junto ao credor por não ter atendido os índices do item "a".

iii) Capital de Giro – Operação Sindicalizada

a) Relação entre a dívida líquida e o EBITDA Ajustado dos últimos 12 meses não poderá ser superior a: para o exercício fiscal findo em 31 de dezembro de 2016: 3,8x (três vírgula oitenta vezes); para o exercício fiscal findo em 31 de dezembro de 2017: 4,00x (quatro vezes) e a partir do exercício fiscal findo em 31 de dezembro de 2018: 3,00x (três vezes).

b) Relação entre o EBITDA dos últimos 12 meses e a despesa financeira líquida dos últimos 12 meses não poderá ser inferior a 2,00x (duas vezes) para os exercícios findos a partir de 31 de dezembro de 2016.

A Diretoria da Companhia entende que atenderá tais índices ao longo da vigência dos respectivos instrumentos, salvo na ocorrência de mudanças relevantes no cenário econômico e/ou mercado financeiro.

g) limites dos financiamentos contratados e percentuais já utilizados

Em 31 de dezembro de 2016, a Companhia possuía aproximadamente R\$ 975.646 mil de limites de crédito, sendo que R\$ 926.368 mil estavam contratados e registrados na sua posição de endividamento naquela data. Percentual utilizado: 95%.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**h) alterações significativas em cada item das demonstrações financeiras**

As tabelas a seguir derivam das demonstrações financeiras da Companhia para os exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2016, 2015 e 2014, as quais foram elaboradas de acordo com o BRGAAP e as IFRS e em atendimento à regulamentação da CVM no Brasil.

1. DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO

Comentários sobre alterações significativas verificáveis na comparação entre as demonstrações de resultado consolidados dos exercícios encerrados em 31 de Dezembro de 2016 e 2015

Dados consolidados	Exercício social encerrado em 31 de dezembro de (em milhares de R\$)				
	2016	av%	ah%	2015	av%
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	776.795	100,0	2,4	758.758	100,0
Custo dos produtos vendidos	(593.422)	(76,4)	11,9	(530.437)	(69,9)
Varição do valor justo dos ativos biológicos	27.394	3,5	(524,7)	(6.450)	(0,9)
LUCRO BRUTO	210.767	27,1	(5,0)	221.871	29,2
(DESPESAS) RECEITAS OPERACIONAIS					
Com vendas	(83.703)	(10,8)	3,2	(81.133)	(10,7)
Gerais e administrativas	(52.642)	(6,8)	13,4	(46.415)	(6,1)
Receitas (despesas) financeiras, líquidas	(107.046)	(13,8)	15,6	(92.573)	(12,2)
Outras receitas operacionais	61.536	7,9	1.088,0	5.180	0,7
Outras despesas operacionais	(64.024)	(8,2)	982,8	(5.913)	(0,8)
Participação dos administradores	-	-	-	(55)	(0,0)
LUCRO OPERACIONAL ANTES DOS EFEITOS TRIBUTÁRIOS	(35.112)	(4,5)	(3.749,9)	962	0,1
Imposto de renda e contribuição social corrente	(1.348)	(0,2)	(0,9)	(1.360)	(0,2)
Imposto de renda e contribuição social diferidos	25.678	3,3	2.775,5	893	0,1
Participação de acionistas minoritários	-	-	-	-	-
LUCRO LÍQUIDO DE OPERAÇÕES CONTINUADAS	(10.782)	(1,4)	(2.278,2)	495	0,1
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	(10.782)	(1,4)	(2.278,2)	495	0,1

Receita Líquida de Vendas

As receitas líquidas de vendas aumentaram de 2,4%, sendo R\$ 776.795 mil para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2016 comparado a R\$ 758.758 mil para o mesmo período de 2015 refletindo a performance da receita no mercado externo, principalmente impactado pelo aumento no volume nas exportações de papéis, sendo 32.925 toneladas para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2016 comparado a 28.092 mil toneladas para o mesmo período de 2015 e aumento no volume nas exportações de breu e terebintina, sendo 11.702 mil toneladas para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2016 comparado a 9.054 mil toneladas para o mesmo período de 2015. Dentre as principais variações na receita líquida de vendas da Companhia, destacam-se: (i) aumento de 12,3% na receita líquida das vendas de papel para embalagens, passando de R\$ 206.278 mil em 31 de dezembro de 2015 para R\$ 231.579 mil em 31 de dezembro de 2016; (ii) redução 2,7% na receita líquida das vendas de embalagem de papelão ondulado, passando de R\$ 497.152 mil em 31 de dezembro de 2015 para R\$ 483.876 mil em 31 de dezembro de 2016. O segmento Florestal RS e Resinas registrou aumento de 10,9% na receita líquida das vendas, passando de R\$ 55.328 mil em 31 de dezembro de 2015 para R\$ 61.340 mil em 31 de dezembro de 2016.

O preço médio por tonelada dos segmentos de (i) embalagem papelão ondulado aumentou para R\$ 3.627/ton em 31 de dezembro de

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

2016 em relação a R\$ 3.439/ton em 31 de dezembro de 2015, configurando um aumento de 5,5%, inferior a inflação (IPCA) do período em 0,8%; e (ii) o segmento Papel para Embalagem registrou aumento de preços nos papéis para embalagens rígidas de R\$ 1.639/ton em 31 de dezembro de 2015 para R\$ 1.833/ton em 31 de dezembro de 2016, configurando um aumento de 11,8%, superior a inflação (IPCA) do período em 5,5%. Nos papéis para embalagens flexíveis, o aumento foi de 1,7% passando de R\$ 3.115/ton em 31 de dezembro de 2015 para R\$ 3.169/ton em 31 de dezembro de 2016, inferior a inflação (IPCA) no período em 4,6%.

No exercício encerrado em 31 de dezembro de 2016, aproximadamente 62% da receita líquida de vendas se originaram da venda de embalagens de papelão ondulado, as quais foram destinadas, principalmente, à indústria alimentícia e de consumo brasileira. Outros 30% da receita líquida de vendas no ano de 2016 foram provenientes da venda de papel para clientes que convertem o papel por ela produzido em sacos e sacolas destinados ao comércio de varejo brasileiro. Em 31 de dezembro de 2016, 81,8% da receita líquida e vendas se referem a vendas para o mercado local, sendo o remanescente derivado de exportações para os mercados latino americano, asiático e europeu, comparado a 83,0% para o mesmo período de 2015.

Custo dos produtos vendidos

O custo dos produtos vendidos aumentou 11,9%, sendo R\$ 593.422 mil para o exercício findo em 31 de dezembro de 2016 e R\$ 530.437 mil para o mesmo período de 2015, devendo-se principalmente ao aumento do custo das matérias primas em especial das aparas de papelão ondulado, sendo R\$ 143.860 mil para o exercício de 31 de dezembro de 2016 comparado a R\$ 111.031 mil para o mesmo período de 2015. Como percentual da receita líquida de vendas, o custo dos produtos vendidos representou 76,4% para o exercício de 31 de dezembro de 2016 e 69,9% para o mesmo período de 2015, um aumento de 6,5 pontos percentuais.

Variação do valor justo dos ativos biológicos

A variação do valor justo dos ativos biológicos da Companhia foi positiva em 2016, sendo R\$ 27.394 mil para 31 de dezembro de 2016 e R\$ 6.450 mil negativos para o mesmo exercício de 2015, principalmente por conta da variação de algumas premissas utilizadas para a avaliação tais como: aumento dos preços de madeira de pinus nas florestas de SC e do RS, aumento do preço da goma resina nas florestas do RS, mudança na idade média dos plantios.

Lucro Bruto

O lucro bruto da Companhia diminuiu 5,0%, para R\$ 210.767 mil no exercício de 31 de dezembro de 2016 comparado a R\$ 221.871 mil para o mesmo período de 2015.

Despesas Operacionais**Com vendas**

As despesas operacionais com vendas aumentaram 3,2%, para R\$ 83.703 mil para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2016 contra os R\$ 81.133 mil para o mesmo período de 2015, principalmente em função do aumento nas despesas com frete de vendas, sendo R\$ 44.671 mil para o ano de 2016 comparado a R\$ 43.897 mil para o mesmo período de 2015 e ao aumento da provisão para perdas reconhecidas sobre contas a receber de clientes, sendo R\$ 4.237 mil para o ano de 2016 comparado a R\$ 2.902 mil para o mesmo período de 2015. Como percentual da receita líquida de vendas, as despesas com vendas da Companhia representaram 10,8% da receita líquida consolidada, um pouco acima dos 10,7% registrados para o ano de 2015.

Gerais e Administrativas

As despesas operacionais gerais e administrativas aumentaram 13,4%, para R\$ 52.642 mil para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2016 em relação aos R\$ 46.415 mil para o mesmo período de 2015. Este aumento foi principalmente em função da reoneração do INSS, que passou a incidir novamente sobre a folha de salários, impactando em R\$ 1.988 mil no exercício encerrado em 31 de dezembro de 2016. Como percentual da receita líquida de vendas, as despesas operacionais gerais e administrativas da Companhia aumentaram de 6,1% para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2015 para 6,8% para o mesmo período de 2016, um aumento de 0,7 pontos percentuais.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Receitas (despesas) financeiras, líquidas (Resultado Financeiro)**

(em milhares de R\$)	Exercício social encerrado em		
	31.12.2016	ah%	31.12.2015
Receitas financeiras sem variação cambial			
Rendimentos de aplicações financeiras	12.422	(1,9)	12.666
Juros	2.586	7,6	2.404
Descontos obtidos	160	(41,4)	273
Total das receitas financeiras sem variação cambial	<u>15.168</u>	(1,1)	<u>15.343</u>
Variação cambial			
Variação cambial ativa	24.764	24,5	19.885
Variação cambial passiva	<u>(44.225)</u>	19,7	<u>(36.958)</u>
Variação cambial líquida	<u>(19.461)</u>	14,0	<u>(17.073)</u>
Despesas financeiras sem variação cambial			
Juros	(100.148)	14,2	(87.663)
Descontos concedidos	(1.076)	(44,5)	(1.937)
Deságios/despesas bancárias	(80)	21,2	(66)
Outros	<u>(1.449)</u>	23,1	<u>(1.177)</u>
Total despesas financeiras sem variação cambial	<u>(102.753)</u>	13,1	<u>(90.843)</u>
Resultado financeiro líquido	<u>(107.046)</u>	15,6	<u>(92.573)</u>

A receita financeira (despesas) líquida (ou resultado financeiro) é composta pela somatória das receitas financeiras, variação cambial líquida e das despesas financeiras. As receitas financeiras totalizaram R\$ 15.168 mil para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2016, comparado com R\$ 15.343 mil para o mesmo período de 2015, como resultado, principalmente, da redução dos saldos médios das aplicações financeiras. A variação cambial é determinada pelo impacto da variação do câmbio nos contratos financeiros da Companhia denominados ou indexados em moeda estrangeira. A variação cambial é determinada pela oscilação do dólar (moeda a que alguns dos contratos financeiros da Companhia estão denominados ou indexados). A variação cambial líquida representou uma despesa de R\$ 19.461 mil para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2016, comparado a uma despesa de R\$ 17.073 mil para o mesmo período de 2015, que se mantém em função da Companhia apresentar exposição de operações em moeda estrangeira. Adicionalmente, a Companhia reconheceu parte da variação cambial do período, no montante de R\$ 96.099 mil como Ajuste de Avaliação Patrimonial, no seu Patrimônio Líquido (*hedge accounting*). As despesas financeiras da Companhia aumentaram 13,1%, totalizando R\$ 102.753 mil para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2016, em relação aos R\$ 90.843 mil para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2015, principalmente em função do aumento das taxas de juros.

Sendo assim, o resultado financeiro líquido aumentou 15,6%, representando uma despesa de R\$ 107.046 mil para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2016, em relação à despesa de R\$ 92.573 mil para o mesmo período de 2015. Como percentual da receita líquida de vendas, nosso resultado financeiro líquido aumentou de 12,2% para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2015 para 13,8% para o mesmo período de 2016, um aumento de 1,6 ponto percentual.

Outras receitas operacionais

(em milhares de R\$)	Exercício Social encerrado em	
	31.12.2016	31.12.2015
Receita de bens alienados e sinistrados	2.077	2.021
Receita de alienação de florestas	55.500	-
Outras receitas operacionais	<u>3.959</u>	<u>3.159</u>
Total de outras receitas operacionais	<u>61.536</u>	<u>5.180</u>

As outras receitas operacionais da Companhia passaram para R\$ 61.536 mil no exercício encerrado em 31 de dezembro de 2016, de R\$ 5.180 mil no mesmo período de 2015, impactado principalmente pelos efeitos da alienação de aproximadamente 4.644 hectares de florestas para a Global Fund Reflorestamento e Exploração de Madeira Ltda ("Global"), no montante total de R\$ 55.500 mil para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2016.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Outras despesas operacionais**

(em milhares de R\$)	Exercício Social encerrado em	
	31.12.16	31.12.2015
Custo dos bens alienados e sinistrados	(1.791)	(1.967)
Custo das florestas alienadas	(51.845)	-
Constituição previdenciária sobre a provisão de férias de exercícios anteriores	(1.988)	-
Outras despesas operacionais	(8.400)	(3.946)
Total de outras despesas operacionais	(64.024)	(5.913)

As outras despesas operacionais da Companhia aumentaram 982,8%, totalizando R\$ 64.024 mil para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2016, em relação aos R\$ 5.913 mil para o mesmo período de 2015, em função, principalmente, do custo da alienação de aproximadamente 4.644 hectares de florestas para a Global Fund Reflorestamento e Exploração de Madeira Ltda ("Global"), no montante total de R\$ 51.845 mil para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2016.

Lucro/(prejuízo) operacional antes dos efeitos tributários

Como resultado do explicado acima, o prejuízo operacional antes dos efeitos tributários da Companhia totalizou R\$35.112 mil para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2016, enquanto que o lucro operacional antes dos efeitos tributários foi de R\$ 962 mil para o mesmo período 2015.

Lucro/(prejuízo) líquido do exercício

Como resultado do exposto acima, o prejuízo líquido da Companhia totalizou R\$ 10.782 mil para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2016, 2.278,2% menor que os R\$ 495 mil de lucro para mesmo período de 2015. O principal fator foi o menor volume de vendas de caixas e chapas de papelão ondulado, o impacto do aumento dos custos de matérias primas, em especial das aparas de papelão ondulado e, ainda, o resultado financeiro do exercício. A margem líquida foi de (1,4%) para o exercício encerrado em 31 de setembro de 2016, contra 0,1% para mesmo período de 2015.

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

Comentários sobre alterações significativas verificáveis na comparação entre as demonstrações de resultado consolidados dos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2015 e 2014

Dados consolidados	Exercício social encerrado em 31 de dezembro de (em milhares de R\$)				
	2015	av%	ah%	2014	av%
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	758.758	100,0	2,7	738.499	100,0
Custo dos produtos vendidos	(530.437)	(69,9)	(2,7)	(545.224)	(73,8)
Variação do valor justo dos ativos biológicos	(6.450)	(0,9)	(121,9)	29.416	4,0
LUCRO BRUTO	221.871	29,2	(0,4)	222.691	30,2
(DESPESAS) RECEITAS OPERACIONAIS					
Com vendas	(81.133)	(10,7)	14,7	(70.738)	(9,6)
Gerais e administrativas	(46.415)	(6,1)	(1,2)	(46.970)	(6,4)
Receitas (despesas) financeiras, líquidas	(92.573)	(12,2)	29,8	(71.339)	(9,7)
Outras receitas operacionais	5.180	0,7	(53,6)	11.158	1,5
Outras despesas operacionais	(5.913)	(0,8)	(41,7)	(10.139)	(1,4)
Participação dos administradores	(55)	(0,0)	(99,1)	(6.287)	(0,9)
LUCRO (PREJUÍZO) OPERACIONAL ANTES DOS EFEITOS TRIBUTÁRIOS	962	0,1	(96,6)	28.376	3,8
Imposto de renda e contribuição social corrente	(1.360)	(0,2)	240,0	(400)	(0,1)
Imposto de renda e contribuição social diferidos	893	0,1	(96,9)	28.603	3,9
LUCRO (PREJUÍZO) LÍQUIDO DE OPERAÇÕES CONTINUADAS	495	0,1	(99,1)	56.579	7,7
LUCRO (PREJUÍZO) LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	495	0,1	(99,1)	56.579	7,7

Receita Líquida de Vendas

As receitas líquidas de vendas apresentaram incremento de 2,7%, totalizando R\$ 758.758 mil no exercício findo em 31 de dezembro de 2015 comparado a R\$ 738.499 mil no exercício findo em 31 de dezembro de 2014, refletindo a performance da receita no mercado externo, principalmente impactado pelo aumento no volume nas exportações de papéis, sendo 28.092 mil toneladas para o exercício de 2015 comparado a 24.057 mil toneladas para exercício de 2014 e aumento no volume nas exportações de breu e terebintina, sendo 9.054 mil toneladas para o exercício de 2015 comparado a 7.897 mil toneladas para o exercício de 2014. Dentre as principais variações na receita líquida de vendas da Companhia, destacam-se: (i) aumento de 6,0% na receita líquida das vendas de papel para embalagens, de R\$ 194.515 mil em 2014 para R\$ 206.278 mil em 2015 e devido ao aumento 0,7% na receita líquida das vendas de embalagem de papelão ondulado, de R\$ 493.627 mil em 2014 para R\$ 497.152 mil em 2015. O segmento Florestal RS e Resinas registrou aumento de 11,5% na receita líquida das vendas, de R\$ 49.631 mil em 2014 para R\$ 55.328 mil em 2015. O preço médio por tonelada dos segmentos de (i) embalagem papelão ondulado aumentou para R\$ 3.438/ton em 2015 em relação a R\$ 3.369/ton em 2014; e (ii) o segmento Papel para Embalagem registrou aumento de preços nos papéis para embalagens rígidas de R\$ 1.568/ton em 2014 para R\$ 1.639/ton em 2015, configurando um aumento de 4,5%. Nos papéis para embalagens flexíveis, o aumento foi de 9,1% passando de R\$ 2.856/ton em 2014 para R\$ 3.115/ton em 2015. Em relação a volume de vendas foram praticamente os mesmos em 2014 e em 2015, de 77.507 ton e 77.469 ton respectivamente.

No exercício findo em 31 de dezembro de 2015, aproximadamente 66% da receita líquida da Companhia originou-se da venda de embalagens de papelão ondulado, as quais foram destinadas, principalmente, à indústria alimentícia e de consumo do mercado nacional. Outros 27% da receita líquida de 2015 foram provenientes da venda de papel para seus clientes que convertem o papel por

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

ela produzido em sacos e sacolas destinados ao comércio de varejo brasileiro. Em 2015, 83,0% da receita líquida da Companhia refere-se a vendas para o mercado local, sendo o remanescente derivado de exportações para os mercados latino americano, asiático e europeu, comparado a 87,2% em 2014.

Custo dos produtos vendidos

O custo dos produtos vendidos diminuiu 2,7%, sendo R\$ 530.437 mil no exercício findo em 31 de dezembro de 2015 e R\$ 545.224 mil no exercício findo em 31 de dezembro de 2014, devendo-se principalmente a redução do custo das matérias primas em especial das aparas de papelão ondulado, sendo R\$ 111.031 mil para o exercício 2015 comparado a R\$ 122.397 mil para o exercício de 2014. Como percentual da receita líquida de vendas, o custo dos produtos vendidos representou 69,9% em 2015 e 73,8% em 2014, uma redução de 3,9% pontos percentuais.

Variação do valor justo dos ativos biológicos

O resultado da variação do valor justo dos ativos biológicos da Companhia diminuiu 121,9%, sendo R\$ 6.450 mil negativo no exercício findo em 31 de dezembro de 2015 e R\$ 29.416 mil positivo no exercício findo em 31 de dezembro de 2014, principalmente por conta da variação de algumas premissas utilizadas para avaliação, tais como: aumento da taxa de desconto da floresta em 0,5% o que representa um efeito negativo de R\$ 6.769 mil, mudança no planejamento de produção com efeito negativo de R\$ 5.308 mil e variação nos custos de produção que teve variação negativa de R\$ 22.944 mil, principalmente na extração de resina em função da mudança manejo de produção.

Lucro Bruto

Como resultado da variação do valor justo dos ativos biológicos, o lucro bruto da Companhia diminuiu 0,4%, passando de R\$ 222.691 mil no exercício findo em 31 de dezembro de 2014, para R\$ 221.871 mil no exercício findo em 31 de dezembro de 2015.

Despesas Operacionais**Com vendas**

As despesas operacionais com vendas aumentaram 14,7%, totalizando R\$ 81.133 mil no exercício findo em 31 de dezembro de 2015 contra os R\$ 70.738 mil no exercício findo em 31 de dezembro de 2014, principalmente em função do aumento nas despesas com frete de vendas, sendo R\$ 54.009 mil para o exercício de 2015 comparado a R\$ 46.791 mil para o exercício de 2014. Como percentual da receita líquida de vendas, as despesas com vendas da Companhia representaram 10,7% da receita líquida consolidada em 2015, um pouco acima dos 9,6% registrados em 2014.

Gerais e Administrativas

As despesas operacionais gerais e administrativas diminuíram 1,2%, para R\$ 46.415 mil no exercício findo em 31 de dezembro de 2015 em relação aos R\$ 46.970 mil no exercício findo em 31 de dezembro de 2014. Esta redução foi o reflexo dos esforços de redução de despesas durante o ano, principalmente com a redução das despesas com viagens, sendo R\$ 1.686 mil para o exercício 2015 comparado a R\$ 2.175 mil para o exercício de 2014. Como percentual da receita líquida de vendas, as despesas operacionais gerais e administrativas da Companhia diminuiu de 6,4% em 2014 para 6,1% em 2015, uma redução de 0,3% pontos percentuais.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Receitas (despesas) financeiras, líquidas (Resultado Financeiro)**

(em milhares de R\$)	Exercício social encerrado em		
	31.12.2015	ah%	31.12.2014
Receitas financeiras sem variação cambial			
Rendimentos de aplicações financeiras	12.666	12,2	11.284
Juros	2.404	(47,6)	4.584
Descontos obtidos	273	(22,2)	351
Total das receitas financeiras sem variação cambial	15.343	(5,4)	16.219
Variação cambial			
Variação cambial ativa	19.885	122,4	8.940
Variação cambial passiva	(36.958)	205,2	(12.109)
Variação cambial líquida	(17.073)	438,8	(3.169)
Despesas financeiras sem variação cambial			
Juros	(87.663)	6,8	(82.080)
Descontos concedidos	(1.937)	44,1	(1.344)
Deságios/despesas bancárias	(66)	(40,0)	(110)
Outros	(1.177)	37,7	(855)
Total despesas financeiras sem variação cambial	(90.843)	7,6	(84.389)
Resultado financeiro líquido	(92.573)	29,8	(71.339)

A receita financeira (despesas) líquida (ou resultado financeiro) é composta pela somatória das receitas financeiras, variação cambial líquida e das despesas financeiras. As receitas financeiras totalizaram R\$ 15.343 mil no exercício findo em 31 de dezembro de 2015, comparado a R\$ 16.219 mil no exercício findo em 31 de dezembro de 2014, como resultado, principalmente redução dos saldos das aplicações financeiras de R\$ 161.544 mil em 31 de dezembro de 2014 para R\$ 122.201 mil em 31 de dezembro de 2015. A variação cambial é determinada pela oscilação do dólar (moeda a que alguns dos contratos financeiros da Companhia estão denominados ou indexados). A variação cambial líquida representou uma despesa de R\$ 17.073 mil em 2015, comparado a uma despesa de R\$ 3.169 mil em 2014, que se mantém em função da Companhia apresentar exposição de operações em moeda estrangeira. Adicionalmente a Companhia reconheceu parte da variação cambial do exercício, no montante de R\$ 146.274 mil como Ajuste de Avaliação Patrimonial, no seu Patrimônio Líquido (*hedge accounting*). As despesas financeiras da Companhia aumentaram 7,6%, totalizando R\$ 90.843 mil em 2015, em relação aos R\$ 84.389 mil de 2014, principalmente em função do aumento das taxas de juros.

Sendo assim, o resultado financeiro da Companhia aumentou 29,8%, representando uma despesa de R\$ 92.573 mil em 2015, em relação à despesa de R\$ 71.339 mil em 2014. Como percentual da receita líquida de vendas, o resultado financeiro da Companhia aumentou de 9,7% em 2014 para 12,2% em 2015, um aumento de 2,5% da pontos percentuais.

Participação dos administradores

A despesa com participação dos administradores diminuiu 99,1%, para R\$ 55 mil no exercício findo em 31 de dezembro de 2015, contra R\$ 6.287 mil no exercício findo em 31 de dezembro de 2014, em razão da diminuição do resultado líquido do exercício, uma vez que a participação dos administradores é destacada com base na previsão estatutária equivalente a 10% do resultado líquido do exercício. Sua distribuição é realizada a critério do Conselho de Administração no âmbito do programa de remuneração variável de longo prazo dos administradores.

Lucro operacional antes dos efeitos tributários

Como resultado do explicado acima, o lucro operacional antes dos efeitos tributários da Companhia diminuiu 96,6%, totalizando R\$ 962 mil no exercício findo em 31 de dezembro de 2015, em relação aos R\$ 28.376 mil no exercício findo em 31 de dezembro de 2014. A redução foi em função principalmente do impacto negativo da variação do valor justo dos ativos biológicos e a variação cambial reconhecidos no resultado de 2015.

Lucro líquido do exercício

Como resultado do exposto acima, o lucro líquido da Companhia totalizou R\$ 495 mil no exercício encerrado em 31 de dezembro de 2015, 99,1% inferior aos R\$ 56.579 mil no mesmo período de 2014. O principal fator foi o impacto negativo da variação do valor justo

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

dos ativos biológicos, bem como dos efeitos da variação cambial reconhecidos no resultado de 2015. A margem líquida foi de 0,1% em 2015, contra 7,7% apurada em 2014.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**2. BALANÇOS PATRIMONIAIS**

Comentários sobre alterações significativas verificáveis na comparação entre os balanços patrimoniais consolidados da Companhia em 31 de dezembro de 2016 e 2015

Ativo

ATIVO (em milhares de R\$)	<u>31.12.2016</u>	av%	ah%	<u>31.12.2015</u>	av%
CIRCULANTE					
Caixa e equivalentes de caixa	103.885	6,2	(17,4)	125.732	7,6
Contas a receber de clientes	154.227	9,2	13,5	135.854	8,2
Estoques	67.051	4,0	(0,2)	67.219	4,1
Tributos a recuperar	5.297	0,3	(42,7)	9.245	0,6
Bancos conta vinculada	94.198	5,6	377,6	19.722	1,2
Outros ativos	19.629	1,2	1,1	19.413	1,2
TOTAL CIRCULANTE	<u>444.287</u>	26,4	17,8	<u>377.185</u>	22,7
NÃO CIRCULANTE					
Realizável a longo prazo					
Tributos a recuperar	2.392	0,1	(22,0)	3.066	0,2
Depósitos Judiciais	1.947	0,1	32,0	1.475	0,1
Outros ativos	15.248	0,9	(35,3)	23.584	1,4
Partes relacionadas	-	-	(100,0)	1.154	0,1
Propriedade para investimento	18.644	1,1	(2,6)	19.137	1,2
Imobilizado	849.124	50,5	(1,3)	860.410	51,9
Intangível	112.902	6,7	1,7	111.021	6,7
Ativos biológicos	235.407	14,0	(10,0)	261.559	15,8
TOTAL NÃO CIRCULANTE	<u>1.235.664</u>	73,6	(3,6)	<u>1.281.406</u>	77,3
TOTAL DO ATIVO	<u>1.679.951</u>	100,0	1,3	<u>1.658.591</u>	100,0

Os ativos totais consolidados da Companhia aumentaram em 1,3%, totalizando R\$ 1.679.951 mil em 31 de dezembro de 2016, em comparação com R\$ 1.658.591 mil em 31 de dezembro de 2015, explicado principalmente pelas variações nas rubricas comentadas abaixo:

Caixa e equivalentes de caixa

(em milhares de R\$)

	<u>31.12.2016</u>	<u>31.12.2015</u>
Fundo fixo	34	32
Bancos	3.759	3.499
Aplicações financeiras de liquidez imediata	100.092	122.201
Total caixa e equivalentes de caixa	<u>103.885</u>	<u>125.732</u>

O saldo do caixa e equivalentes de caixa apresentaram uma redução de 17,4%, totalizando R\$ 103.885 mil em 31 de dezembro de 2016, contra os R\$ 125.732 mil em 31 de dezembro de 2015, justificado, principalmente pela aplicação em Banco conta vinculada..

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Contas a receber de clientes**

As contas a receber de clientes da Companhia aumentaram 13,5%, totalizando R\$ 154.227 mil em 31 de dezembro de 2016, em comparação com R\$ 135.854 mil em 31 de dezembro de 2015.

(em milhares de R\$)	31.12.2016	31.12.2015
Contas a receber de:		
Clientes - mercado interno	152.434	131.839
Clientes - mercado externo	20.062	19.405
Total contas a receber	172.496	151.244
 Provisão para créditos de liquidação duvidosa	(18.269)	(15.390)
Total contas a receber líquido de provisão	154.227	135.854

A Companhia constitui provisão para crédito de liquidação duvidosa para as contas a receber vencidas há mais de 180 dias com base em análise da situação financeira de cada devedor e ainda baseada em experiências passadas de inadimplência. Também são constituídas provisões para crédito de liquidação duvidosa para contas a receber vencidas há menos de 180 dias, nos casos em que os valores são considerados irre recuperáveis, considerando-se a situação financeira de cada devedor. A composição das contas a receber por idade de vencimento é como segue:

(em milhares de R\$)	31.12.2016	31.12.2015
A vencer	129.947	116.709
Vencidos até 30 dias	15.769	11.425
Vencidos de 31 a 60 dias	3.962	3.666
Vencidos de 61 a 90 dias	2.164	670
Vencidos de 91 a 180 dias	1.446	2.059
Vencidos há mais de 180 dias	19.208	16.715
Total contas a receber	172.496	151.244

Estoques

Os estoques da Companhia totalizaram R\$ 67.051 mil em 31 de dezembro de 2016, em comparação com R\$ 67.219 mil em 31 de dezembro de 2015, registrando estabilidade. A Diretoria da Companhia entende que os níveis de estoques apresentados se mantêm em patamares compatíveis com as operações.

(em milhares de R\$)	31.12.2016	31.12.2015
Produtos acabados	7.792	10.265
Materiais de produção	36.012	32.046
Materiais de consumo	22.768	21.594
Outros estoques	479	3.601
Total estoques	67.051	67.506
 Redução ao valor realizável líquido	-	(287)
Total estoques líquido de redução ao valor realizável líquido	67.051	67.219

Bancos Conta Vinculada

O ativo bancos conta vinculada sofreu aumento de 377,6%, totalizando R\$ 94.198 mil em 31 de dezembro de 2016, em comparação com R\$ 19.722 mil em 31 de dezembro de 2015, devido a necessidade de garantias de operações financeiras com vencimento em 2017 em conta vinculada.

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

(em milhares de R\$)		
	<u>31.12.2016</u>	<u>31.12.2015</u>
Banco do Brasil - Nova York	13.537	19.722
Banco Itaú	18.545	-
Banco Santander	30.995	-
Banco Rabobank	18.584	-
Banco Itaú Trustee	12.537	-
Total bancos conta vinculada	<u>94.198</u>	<u>19.722</u>
Parcela do circulante	94.198	19.722
Parcela do não circulante	-	-

Banco do Brasil – Nova York / Estados Unidos da América - representado por valores em dólares retidos para garantir as amortizações das parcelas trimestrais do empréstimo de pré-pagamento de exportação captado junto ao banco Credit Suisse, referente à parcela com vencimento em novembro de 2016. Por ocasião de repactuação de contrato objeto da retenção realizada em 26 de setembro de 2014, até maio de 2017 serão exigidos somente os juros do contrato.

Banco Itaú, Banco Santander (Brasil) S.A. e Banco Rabobank – representados por valores depositados em aplicações financeiras cujos resgates ocorrerão nas datas dos vencimentos em 2017 de operações de capital de giro contratadas junto aos próprios bancos.

Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos

O imposto de renda e contribuição social diferidos são calculados sobre as diferenças temporárias para fins fiscais, prejuízos fiscais, dos ajustes de custo atribuído e de variação do valor justo de ativos biológicos. A companhia adotou para os exercícios de 2016 e de 2015 o regime de caixa na apuração do imposto de renda e contribuição social sobre variações cambiais e registrou passivo fiscal diferido da variação cambial a realizar. Com base no valor justo dos ativos biológicos e no custo atribuído do ativo imobilizado, foram registrados impostos diferidos passivos. Os impactos tributários iniciais sobre o custo atribuído do ativo imobilizado foram reconhecidos em contrapartida do patrimônio líquido. O Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos – Ativo sofreu uma redução de 8,9%, totalizando R\$ 91.558 mil em 31 de dezembro de 2016, em comparação com R\$ 100.469 mil em 31 de dezembro de 2015, tendo em vista que a Companhia reconheceu imposto de renda e contribuição social diferidos sobre diferenças temporárias, prejuízo fiscal, base negativa da contribuição social e sobre as operações de *hedge accounting*. Tais valores serão compensados com impostos futuros, suportados por projeções orçamentárias da Companhia. O Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos – Passivo sofreu uma redução de 0,8%, totalizando R\$ 244.750 mil em 31 de dezembro de 2016, em comparação com R\$ 246.666 mil em 31 de dezembro de 2015, basicamente devido a amortização de ágio fiscal conforme abaixo:

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

ATIVO (em milhares de R\$)	<u>31.12.2016</u>	<u>31.12.2015</u>
Imposto de renda diferido ativo		
Sobre provisões temporárias	4.335	7.159
Sobre prejuízo fiscal	32.090	11.793
Hedge de fluxo de caixa	30.897	54.922
Contribuição social diferida ativa		
Sobre provisões temporárias	1.561	2.577
Sobre prejuízo fiscal	11.552	4.246
Hedge de fluxo de caixa	11.123	19.772
TOTAL IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL DIFERIDO ATIVO	<u>91.558</u>	<u>100.469</u>
PASSIVO	<u>31.12.2016</u>	<u>31.12.2015</u>
Imposto de renda diferido passivo		
Variação cambial a realizar pelo regime de caixa	3.989	1.922
Valor justo dos ativos biológicos	32.844	39.251
Custo atribuído do ativo imobilizado e revisão da vida útil	129.805	130.363
Subvenção governamental	981	949
Carteira de clientes	979	1.177
Amortização ágio fiscal	11.081	7.487
Contribuição social diferida passiva		
Variação cambial a realizar pelo regime de caixa	1.436	692
Valor justo dos ativos biológicos	12.211	14.434
Custo atribuído do ativo imobilizado e revisão da vida útil	46.729	46.930
Subvenção governamental	353	342
Carteira de clientes	353	424
Amortização ágio fiscal	3.989	2.695
TOTAL IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL DIFERIDO PASSIVO	<u>244.750</u>	<u>246.666</u>
Passivo de imposto diferido (líquido)	<u>153.192</u>	<u>146.197</u>

Ativo Biológico

Os ativos biológicos diminuíram 10,0% totalizando R\$ 235.407 mil em 31 de dezembro de 2016, em comparação com R\$ 261.559 mil em 31 de dezembro de 2015 e compreendem principalmente o cultivo e plantio de florestas de *pinus* para abastecimento de matéria-prima na produção de celulose utilizada no processo de produção de papel para embalagens, produção de resinas e vendas de toras de madeira para terceiros. Todos os ativos biológicos da Companhia formam um único grupo denominado florestas, que são mensuradas conjuntamente a valor justo em períodos trimestrais. Como a colheita das florestas plantadas é realizada em função da utilização de matéria prima e das vendas de madeira, e todas as áreas são replantadas, a variação do valor justo desses ativos biológicos não sofre efeito significativo no momento da colheita.

Os saldos dos ativos biológicos foram atualizados a valor justo, por meio de avaliações preparadas por empresa especializada. Os

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

valores estão assim compostos:

(em milhares de R\$)

	<u>31.12.2016</u>	<u>31.12.2015</u>
Custo de formação dos ativos biológicos	48.398	58.727
Diferencial dos ativos biológicos a valor justo	<u>187.009</u>	<u>202.832</u>
Total ativo biológico	<u>235.407</u>	<u>261.559</u>

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Passivo e Patrimônio Líquido**

PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	31.12.2016	av%	ah%	31.12.2015	av%
(em milhares de R\$)					
CIRCULANTE					
Empréstimos e financiamentos	266.926	15,9	36,5	195.620	11,8
Debêntures	31.114	1,9	46,4	21.248	1,3
Fornecedores	79.849	4,8	13,9	70.135	4,2
Obrigações sociais e previdenciárias	24.719	1,5	(39,9)	41.152	2,5
Obrigações tributárias	18.106	1,1	(6,0)	19.256	1,2
IR e CSLL a pagar	344	-	(57,3)	805	-
Parcelamentos tributários	2.011	0,1	(9,5)	2.222	0,1
Adiantamento de clientes	1.373	0,1	12,7	1.218	0,1
Dividendos a pagar	4.234	0,3	783,9	479	-
Outras contas a pagar	16.701	1,0	(40,9)	28.278	1,7
TOTAL CIRCULANTE	445.377	26,5	17,1	380.413	22,9
NÃO CIRCULANTE					
Exigível a longo prazo					
Empréstimos e financiamentos	609.983	36,3	(8,4)	665.761	40,1
Debêntures	9.352	0,6	(76,5)	39.791	2,4
Provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários	6.104	0,4	(65,3)	17.583	1,1
Parcelamentos tributários	204	-	(89,4)	1.920	0,1
Obrigações Tributárias	10.538	0,6	2,3	10.298	0,6
Imposto de renda e contribuição social diferidos	153.192	9,1	4,8	146.197	8,8
TOTAL NÃO CIRCULANTE	789.373	47,0	(10,5)	881.550	53,2
PATRIMÔNIO LÍQUIDO					
Capital social	161.895	9,6	-	161.895	9,8
Pagamento baseado em ações	960	0,1	-	960	0,1
Ações em tesouraria	(6.834)	(0,4)	-	(6.834)	(0,4)
Reserva legal	25	-	-	25	-
Reserva de ativos biológicos	38.126	2,3	(32,2)	56.230	3,4
Ajustes de avaliação patrimonial	127.507	7,6	74,6	73.029	4,4
Reserva de retenção de lucros	118.522	7,1	11,5	106.320	6,4
Reserva de incentivos fiscais	4.990	0,3	-	4.990	0,3
PATRIMÔNIO LÍQUIDO ATRIBUÍVEL AOS					
ACIONISTAS CONTROLADORES	445.191	26,5	12,2	396.615	23,9
PARTICIPAÇÃO DOS NÃO CONTROLADORES	10	-	(23,1)	13	-
TOTAL PATRIMÔNIO LÍQUIDO	445.201	26,5	12,2	396.628	23,9
TOTAL DO PASSIVO E DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	1.679.951	100,0	1,3	1.658.591	100,0

O passivo e patrimônio líquido totais consolidados aumentaram 1,3%, totalizando R\$ 1.679.951 mil em 31 de dezembro de 2016, em comparação com R\$ 1.658.591 mil em 31 de dezembro de 2015, explicado principalmente pelas variações nas rubricas comentadas abaixo:

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Passivo****Empréstimos e financiamentos**

O saldo de empréstimos e financiamentos apresentou incremento de 36,5% no curto prazo, totalizando R\$ 266.926 mil em 31 de dezembro de 2016, contra os R\$ 195.620 mil em 31 de dezembro de 2015, e redução de 8,4% no longo prazo, totalizando R\$ 609.983 mil em 31 de dezembro de 2016, contra R\$ 665.761 mil em 31 de dezembro de 2015. As variações nas contas de captações e debêntures estão representadas no item 10.1(f) - "Comentários dos Diretores sobre níveis de endividamento e as características de tais dívidas".

Fornecedores

O saldo da conta fornecedores teve aumento de 13,9%, atingindo R\$ 79.849 mil em 31 de dezembro de 2016, contra os R\$ 70.135 mil em 31 de dezembro de 2015. A variação decorre principalmente do aumento do saldo de estoques.

(em milhares de R\$)

CIRCULANTE	31.12.2016	31.12.2015
Interno		
Materiais	57.578	48.176
Prestador de serviços	6.254	6.305
Transportadores	14.858	14.028
Outros	824	520
Externo		
Materiais	335	1.106
Total fornecedores	79.849	70.135

Provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários

O saldo da provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários apresentou redução de 65,3%, atingindo R\$ 6.104 mil em 31 de dezembro 2016, contra os R\$ 17.583 mil em 31 de dezembro de 2015. A Companhia, amparada em pareceres e opiniões de seus assessores internos e externos, mantém provisões para os processos judiciais e administrativos cuja perda é classificada como provável. Atualmente, são mantidas provisões cíveis para pedidos de indenização de rescisões contratuais de representação comercial. As provisões trabalhistas são mantidas para reclamações formalizadas por ex-funcionários pleiteando pagamento de hora-extra, adicional de insalubridade, periculosidade, enfermidades e acidentes de trabalho. A redução nas provisões deve-se principalmente a reversão de provisões tributárias que no período deixaram de ser exigíveis conforme análise dos assessores jurídicos.

(em milhares de R\$)

	31.12.2016	31.12.2015
Provisão cíveis	1.400	1.260
Provisão trabalhistas	3.677	3.438
Provisão tributárias	1.027	12.885
Total provisões	6.104	17.583
Parcela do circulante	-	-
Parcela do não circulante	6.104	17.583

Patrimônio Líquido

As principais variações nas contas do patrimônio líquido entre 31 de dezembro de 2016 e 31 de dezembro de 2015 são apresentadas abaixo:

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Reservas de lucros**

As reservas de lucros estão compostas por: Reserva legal, Reserva estatutária de ativos biológicos, Reserva de retenção de lucros e Reserva de Incentivos Fiscais.

A reserva de ativos biológicos foi criada para manter os valores a realizar referente a adoção inicial do ajuste ao Valor Justo dos Ativos Biológicos para fins de IFRS. Em 31 de dezembro de 2011, foram transferidos para esta reserva R\$ 74.743 mil, constituída no pressuposto de deliberação da Assembleia Geral Extraordinária de 29 de fevereiro de 2012, com o objetivo de manter os valores a realizar referente à adoção inicial do Valor Justo dos Ativos Biológicos para fins de IFRS (CPC 29) e que antes eram registrados em reserva de lucros a realizar. O saldo em 31 de dezembro de 2016 é de R\$ 38.126 mil.

A Reserva de retenção de lucros está composta pelo saldo de lucros remanescentes após a compensação de prejuízos e a constituição da reserva legal, bem como diminuído da parcela de dividendos distribuídos. Em 31 de dezembro de 2016, o saldo desta reserva é de R\$ 118.522 mil e, em 31 de dezembro de 2015, o saldo era de R\$ 106.320 mil, reservados para futuros investimentos em ativo imobilizado aprovados pelo Conselho de Administração ou para futura distribuição pela Assembleia Geral.

Ajuste de avaliação patrimonial

As principais variações na conta de ajustes de avaliação patrimonial são decorrentes de *hedge accounting*, o saldo de ajuste de avaliação patrimonial em 31 de dezembro de 2016 era de R\$ 127.507 mil, comparado a R\$ 73.029 mil no mesmo período de 2015.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Comentários sobre alterações significativas verificáveis na comparação entre os balanços patrimoniais consolidados da Companhia em 31 de dezembro de 2015 e 2014****Ativo**

ATIVO (em milhares de R\$)	31.12.2015	av%	ah%	31.12.2014	av%
CIRCULANTE					
Caixa e equivalentes de caixa	125.732	7,6	(24,3)	165.985	9,9
Contas a receber de clientes	135.854	8,2	4,6	129.922	7,7
Estoques	67.219	4,1	7,3	62.649	3,7
Tributos a recuperar	9.245	0,6	30,3	7.094	0,4
Bancos conta vinculada	19.722	1,2	851,4	2.073	0,1
Outros ativos	19.413	1,2	(32,5)	28.763	1,7
TOTAL CIRCULANTE	377.185	22,7	(4,9)	396.486	23,6
NÃO CIRCULANTE					
Realizável a longo prazo					
Tributos a recuperar	3.066	0,2	(15,4)	3.625	0,2
Depósitos Judiciais	1.475	0,1	24,5	1.185	0,1
Outros ativos	23.584	1,4	859,9	2.457	0,1
Partes relacionadas	1.154	0,1	5,6	1.093	0,1
Propriedade para investimento	19.137	1,2	368,2	4.087	0,2
Imobilizado	860.410	51,9	(1,7)	875.472	52,1
Intangível	111.021	6,7	(1,6)	112.811	6,7
Ativos biológicos	261.559	15,8	(7,1)	281.621	16,8
TOTAL NÃO CIRCULANTE	1.281.406	77,3	(0,1)	1.282.351	76,4
TOTAL DO ATIVO	1.658.591	100,0	(1,2)	1.678.837	100,0

Os ativos totais consolidados sofreram redução de 1,2%, totalizando R\$ 1.658.591 mil em 31 de dezembro de 2015, em comparação com R\$ 1.678.837 mil em 31 de dezembro de 2014, explicado principalmente pelas variações nas rubricas comentadas abaixo:

Caixa e equivalentes de caixa

(em milhares de R\$)	31.12.2015	31.12.2014
Fundo fixo	32	30
Bancos	3.499	4.411
Aplicações financeiras de liquidez imediata	122.201	161.544
Total caixa e equivalentes de caixa	125.732	165.985

O saldo do caixa e equivalentes de caixa apresentaram uma redução de 24,3%, totalizando R\$ 125.732 mil em 31 de dezembro de 2015, contra os R\$ 165.985 mil em 31 de dezembro de 2014, justificado, principalmente pelo pagamento do principal da dívida e aplicação de recursos em banco conta vinculada.

Contas a receber de clientes

As contas a receber de clientes aumentaram 4,6%, totalizando R\$ 135.854 mil em 31 de dezembro de 2015, em comparação com R\$

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

129.922 mil em 31 de dezembro de 2014.

(em milhares de R\$)	<u>31.12.2015</u>	<u>31.12.2014</u>
Contas a receber de:		
Clientes - mercado interno	131.839	133.171
Clientes - mercado externo	19.405	11.245
Total contas a receber	<u>151.244</u>	<u>144.416</u>
Provisão para créditos de liquidação duvidosa	<u>(15.390)</u>	<u>(14.494)</u>
Total contas a receber líquido de provisão	<u>135.854</u>	<u>129.922</u>

A Companhia constitui provisão para crédito de liquidação duvidosa para as contas a receber vencidas há mais de 180 dias com base em análise da situação financeira de cada devedor e ainda baseada em experiências passadas de inadimplência. Também são constituídas provisões para crédito de liquidação duvidosa para contas a receber vencidas há menos de 180 dias, nos casos em que os valores são considerados irre recuperáveis, considerando-se a situação financeira de cada devedor. A composição das contas a receber por idade de vencimento é como segue:

(em milhares de R\$)	<u>31.12.2015</u>	<u>31.12.2014</u>
A vencer	116.709	110.364
Vencidos até 30 dias	11.425	10.629
Vencidos de 31 a 60 dias	3.666	3.719
Vencidos de 61 a 90 dias	670	1.719
Vencidos de 91 a 180 dias	2.059	1.698
Vencidos há mais de 180 dias	16.715	16.287
Total contas a receber	<u>151.244</u>	<u>144.416</u>

Estoques

Os estoques totalizaram R\$ 67.219 mil em 31 de dezembro de 2015, em comparação com R\$ 62.649 mil em 31 de dezembro de 2014, uma elevação de 7,3%. A Diretoria da Companhia entende que os níveis de estoques apresentados se mantêm em patamares compatíveis com as operações.

(em milhares de R\$)	<u>31.12.2015</u>	<u>31.12.2014</u>
Produtos acabados	10.265	7.763
Materiais de produção	32.046	32.025
Materiais de consumo	21.594	20.272
Outros estoques	3.601	3.126
Total estoques	<u>67.506</u>	<u>63.186</u>
Redução ao valor realizável líquido	<u>(287)</u>	<u>(537)</u>
Total estoques líquido de redução ao valor realizável líquido	<u>67.219</u>	<u>62.649</u>

Bancos Conta Vinculada

O ativo bancos conta vinculada sofreu aumento de 851,4%, totalizando R\$ 19.722 mil em 31 de dezembro de 2015, em comparação com R\$ 2.073 mil em 31 de dezembro de 2014, devido a necessidade de manutenção de título retidos em conta vinculada.

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

(em milhares de R\$)		
	<u>31.12.2015</u>	<u>31.12.2014</u>
Banco do Brasil - Nova York	19.722	2.073
Total bancos conta vinculada	<u>19.722</u>	<u>2.073</u>
Parcela do circulante	19.722	2.073

Banco do Brasil – Nova York / Estados Unidos da América - representado por valores em dólares retidos para garantir as amortizações das parcelas trimestrais do empréstimo de pré-pagamento de exportação captado junto ao banco Credit Suisse, referente à parcela com vencimento em fevereiro de 2016. Por ocasião de repactuação de contrato objeto da retenção realizada em 26 de setembro de 2014, até maio de 2017 serão exigidos somente os juros do contrato.

Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos

O imposto de renda e contribuição social diferidos são calculados sobre as diferenças temporárias para fins fiscais, prejuízos fiscais, dos ajustes de custo atribuído e de variação do valor justo de ativos biológicos. A Companhia adotou para os exercícios de 2015 e de 2014 o regime de caixa na apuração do imposto de renda e contribuição social sobre variações cambiais e registrou passivo fiscal diferido da variação cambial a realizar. Com base no valor justo dos ativos biológicos e no custo atribuído do ativo imobilizado, foram registrados impostos diferidos passivos. Os impactos tributários iniciais sobre o custo atribuído do ativo imobilizado foram reconhecidos em contrapartida do patrimônio líquido. O Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos – Ativo sofreu um aumento de 130,8%, totalizando R\$ 100.469 mil em 31 de dezembro de 2015, em comparação com R\$ 43.525 mil em 31 de dezembro de 2014, tendo em vista que a Companhia reconheceu imposto de renda e contribuição social diferidos sobre diferenças temporárias, prejuízo fiscal, base negativa da contribuição social e sobre as operações de *hedge accounting*. Tais valores serão compensados com impostos futuros, suportados por projeções orçamentárias da Companhia. O Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos – Passivo sofreu aumento de 2,6%, totalizando R\$ 246.666 mil em 31 de dezembro de 2015, em comparação com R\$ 240.349 mil em 31 de dezembro de 2014, basicamente devido a amortização de ágio fiscal conforme abaixo:

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

ATIVO		
(em milhares de R\$)	<u>31.12.2015</u>	<u>31.12.2014</u>
Imposto de renda diferido ativo		
Sobre provisões temporárias	7.159	11.037
Sobre prejuízo fiscal	11.793	2.614
Hedge de fluxo de caixa	54.922	18.353
Contribuição social diferida ativa		
Sobre provisões temporárias	2.577	3.973
Sobre prejuízo fiscal	4.246	941
Hedge de fluxo de caixa	19.772	6.607
TOTAL IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL DIFERIDO ATIVO	<u>100.469</u>	<u>43.525</u>
PASSIVO	<u>31.12.2015</u>	<u>31.12.2014</u>
Imposto de renda diferido passivo		
Variação cambial a realizar pelo regime de caixa	1.922	1.793
Valor justo dos ativos biológicos	39.251	37.817
Custo atribuído do ativo imobilizado e revisão da vida útil	130.363	130.451
Subvenção governamental	949	763
Carteira de clientes	1.177	1.383
Marca	-	327
Amortização ágio fiscal	7.487	3.892
Contribuição social diferida passiva		
Variação cambial a realizar pelo regime de caixa	692	645
Valor justo dos ativos biológicos	14.434	13.997
Custo atribuído do ativo imobilizado e revisão da vida útil	46.930	46.991
Subvenção governamental	342	275
Carteira de clientes	424	495
Marca	-	118
Amortização ágio fiscal	2.695	1.402
TOTAL IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL DIFERIDO PASSIVO	<u>246.666</u>	<u>240.349</u>
Passivo de imposto diferido (líquido)	<u>146.197</u>	<u>196.824</u>

Ativo Biológico

Os ativos biológicos diminuíram 7,1% totalizando R\$ 261.559 mil em 31 de dezembro de 2015, em comparação com R\$ 281.621 mil em 31 de dezembro de 2014 e compreendem principalmente o cultivo e plantio de florestas de *pinus* para abastecimento de matéria-prima na produção de celulose utilizada no processo de produção de papel para embalagens, produção de resinas e vendas de toras de madeira para terceiros. Todos os ativos biológicos formam um único grupo denominado florestas, que são mensuradas conjuntamente a valor justo em períodos trimestrais. Como a colheita das florestas plantadas é realizada em função da utilização de matéria prima e das vendas de madeira, e todas as áreas são replantadas, a variação do valor justo desses ativos biológicos não sofre

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

efeito significativo no momento da colheita.

Os saldos dos ativos biológicos foram atualizados a valor justo, por meio de avaliações preparadas por empresa especializada. Os valores estão assim compostos:

(em milhares de R\$)	<u>31.12.2015</u>	<u>31.12.2014</u>
Custo de formação dos ativos biológicos	58.727	55.681
Diferencial dos ativos biológicos a valor justo	<u>202.832</u>	<u>225.940</u>
Total ativo biológico	<u>261.559</u>	<u>281.621</u>

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Passivo e Patrimônio Líquido**

PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	31.12.2015	av%	ah%	31.12.2014	av%
(em milhares de R\$)					
CIRCULANTE					
Empréstimos e financiamentos	195.620	11,8	56,2	125.235	7,5
Debêntures	21.248	1,3	(52,1)	44.382	2,6
Fornecedores	70.135	4,2	7,5	65.239	3,9
Obrigações sociais e previdenciárias	41.152	2,5	1,8	40.440	2,4
Obrigações tributárias	19.256	1,2	(3,1)	19.880	1,2
IR e CSLL a pagar	805	-	2,3	787	-
Parcelamentos tributários	2.222	0,1	(3,8)	2.309	0,1
Adiantamento de clientes	1.218	0,1	(52,0)	2.538	0,2
Dividendos a pagar	479	-	(96,3)	12.964	0,8
Outras contas a pagar	28.278	1,7	77,3	15.946	0,9
TOTAL CIRCULANTE	380.413	22,9	15,4	329.720	19,6
NÃO CIRCULANTE					
Exigível a longo prazo					
Empréstimos e financiamentos	665.761	40,1	23,9	537.490	32,0
Debêntures	39.791	2,4	(42,9)	69.738	4,2
Provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários	17.583	1,1	(45,9)	32.482	1,9
Parcelamentos tributários	1.920	0,1	(47,6)	3.665	0,2
Obrigações Tributárias	10.298	0,6	(8,8)	11.293	0,7
Imposto de renda e contribuição social diferidos	146.197	8,8	(25,7)	196.824	11,7
TOTAL NÃO CIRCULANTE	881.550	53,2	3,5	851.492	50,7
PATRIMÔNIO LÍQUIDO					
Capital social	161.895	9,8	6,6	151.895	9,0
Pagamento baseado em ações	960	0,1	-	960	0,1
Ações em tesouraria	(6.834)	(0,4)	-	(6.834)	(0,4)
Reserva legal	25	-	(99,1)	2.829	0,2
Reserva de ativos biológicos	56.230	3,4	(7,1)	60.555	3,6
Ajustes de avaliação patrimonial	73.029	4,4	(59,1)	178.617	10,6
Reserva de retenção de lucros	106.320	6,4	1,2	105.069	6,3
Reserva de incentivos fiscais	4.990	0,3	-	4.520	0,3
PATRIMÔNIO LÍQUIDO ATRIBUÍVEL AOS					
ACIONISTAS CONTROLADORES	396.615	23,9	(20,3)	497.611	29,6
PARTICIPAÇÃO DOS NÃO CONTROLADORES	13	-	(7,1)	14	-
TOTAL PATRIMÔNIO LÍQUIDO	396.628	23,9	(20,3)	497.625	29,6
TOTAL DO PASSIVO E DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	1.658.591	100,0	(1,2)	1.678.837	100,0

O passivo e patrimônio líquido totais consolidados sofreram redução de 1,2%, totalizando R\$ 1.658.591 mil em 31 de dezembro de 2015, em comparação com R\$ 1.678.837 mil em 31 de dezembro de 2014, explicado principalmente pelas variações nas rubricas comentadas abaixo:

Passivo

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Empréstimos e financiamentos**

O saldo de empréstimos e financiamentos apresentou incremento de 56,2% no curto prazo, totalizando R\$ 195.620 mil em 31 de dezembro de 2015, contra os R\$ 125.235 mil em 31 de dezembro de 2014, e aumento de 23,9% no longo prazo, totalizando R\$ 665.761 mil em 31 de dezembro de 2015, contra R\$ 537.490 mil em 31 de dezembro de 2014. As variações nas contas de captações e debêntures estão representadas no item 10.1(f) - "Comentários dos Diretores sobre níveis de endividamento e as características de tais dívidas".

Fornecedores

O saldo da conta fornecedores teve aumento de 7,5%, atingindo R\$ 70.135 mil em 31 de dezembro de 2015, contra os R\$ 65.239 mil em 31 de dezembro de 2014. A variação decorre principalmente ao aumento do saldo de estoques.

(em milhares de R\$)

	<u>31.12.2015</u>	<u>31.12.2014</u>
CIRCULANTE		
Interno		
Materiais	48.176	46.860
Ativo imobilizado	-	825
Prestador de serviços	6.305	5.895
Transportadores	14.028	11.103
Outros	520	-
Externo		
Materiais	1.106	270
Total fornecedores	<u>70.135</u>	<u>65.239</u>

Provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários

O saldo da provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários apresentou redução de 45,9%, atingindo R\$ 17.583 mil em 31 de dezembro de 2015, contra os R\$ 32.482 mil em 31 de dezembro de 2014. A Companhia, amparada em pareceres e opiniões de seus assessores internos e externos, mantém provisões para os processos judiciais e administrativos cuja perda é classificada com provável. Atualmente são mantidas provisões cíveis para pedidos de indenização de rescisões contratuais de representação comercial. As provisões trabalhistas são mantidas para reclamações formalizadas por ex-funcionários pleiteando pagamento de hora-extra, adicional de insalubridade, periculosidade, enfermidades e acidentes de trabalho. A redução nas provisões cíveis, trabalhistas e tributárias deve-se principalmente à reversão de provisões tributárias.

(em milhares de R\$)

	<u>31.12.2015</u>	<u>31.12.2014</u>
Provisão cíveis	1.260	1.113
Provisão trabalhistas	3.438	4.186
Provisão tributárias	<u>12.885</u>	<u>27.183</u>
Total provisões	<u>17.583</u>	<u>32.482</u>
Parcela do circulante	-	-
Parcela do não circulante	17.583	32.482

Patrimônio Líquido

As principais variações nas contas do patrimônio líquido entre os exercícios findos em 31 de dezembro de 2015 e 2014 são apresentadas abaixo:

Capital social

A variação na conta foi em função do aumento do capital social realizado mediante a capitalização das contas de Reserva Legal e

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

Reserva de Retenção de Lucros no montante de R\$ 10.000 mil aprovado na Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária de 23 de abril de 2015.

Reservas de lucros

As reservas de lucros estão compostas por: Reserva legal, Reserva estatutária de ativos biológicos, Reserva de retenção de lucros e Reserva de Incentivos Fiscais.

A Reserva legal é constituída pela destinação de 5% do lucro líquido do exercício. Em 2015, o valor destinado para constituição desta reserva foi de R\$ 25 mil e em 2014 foram destinados R\$ 2.829 mil para esta reserva.

A reserva de ativos biológicos foi criada para manter os valores a realizar referente a adoção inicial do ajuste ao Valor Justo dos Ativos Biológicos para fins de IFRS. Em 31 de dezembro de 2011, foram transferidos para esta reserva R\$ 74.743 mil, constituída no pressuposto de deliberação da Assembleia Geral Extraordinária de 29 de fevereiro de 2012, com o objetivo de manter os valores a realizar referente à adoção inicial do Valor Justo dos Ativos Biológicos para fins de IFRS (CPC 29) e que antes eram registrados em reserva de lucros a realizar. O saldo em 31 de dezembro de 2015 era de R\$ 56.230 mil.

A Reserva de retenção de lucros está composta pelo saldo de lucros remanescentes após a compensação de prejuízos e a constituição da reserva legal, bem como diminuído da parcela de dividendos distribuídos. Em 2015, o saldo desta reserva era de R\$ 106.320 mil e, em 2014, o saldo era de R\$ 105.069 mil, reservados para futuros investimentos em ativo imobilizado aprovados pelo Conselho de Administração ou para futura distribuição pela Assembleia Geral.

A Reserva de Incentivos Fiscais foi constituída pela parcela do lucro líquido decorrente de subvenções governamentais para investimentos, através do qual a Companhia possui incentivos fiscais de ICMS nos Estados de Santa Catarina e Minas Gerais, no montante de R\$ 4.990 mil.

Ajuste de avaliação patrimonial

As principais variações na conta de ajustes de avaliação patrimonial são decorrentes da opção pela Companhia, da atribuição de custo ao ativo imobilizado (*deemed cost*). Os valores atribuídos foram determinados através de laudos de avaliação preparados por empresa especializada. Os saldos variam pela sua realização que se dará pela respectiva depreciação do valor do custo atribuído.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**3. ANÁLISE DO FLUXO DE CAIXA****Análise do Fluxo de Caixa para os exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2016 e 2015**

Apresenta-se a seguir as explicações das principais variações ocorridas e as explicações sobre o fluxo de caixa da Companhia para os exercícios sociais de 31 de dezembro de 2016 e 2015.

(em milhares de R\$)	2016	2015
Caixa e equivalentes de caixa no início do período	125.732	165.985
Atividades operacionais	40.184	88.909
Atividades de investimento	(124.055)	(75.389)
Atividades de financiamento	62.024	(53.773)
Caixa e equivalentes de caixa no final do período	103.885	125.732

Atividades Operacionais

O fluxo de caixa das atividades operacionais apresentou geração de caixa de R\$ 40.184 mil no exercício social findo em 31 de dezembro de 2016 e de R\$ 88.909 mil para o mesmo período de 2015, com um decréscimo na geração de fluxo de caixa das atividades operacionais de R\$ 48.725 mil. Principalmente devido ao aumento de saldo de contas a receber, no valor de R\$ 14.734 mil, na diminuição de saldo de fornecedores no valor de R\$ 6.890 mil e na diminuição de saldo das obrigações sociais e previdenciárias, no valor de R\$ 17.090 mil.

Atividades de investimentos

O fluxo de caixa das atividades de investimentos apresentou aplicação de caixa de R\$ 124.055 mil no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016 e de R\$ 75.389 mil para o mesmo período de 2015. A variação nas atividades de investimentos para os períodos em análise é apresentada principalmente devido à aplicação em banco conta vinculada no valor de R\$ 62.490 mil.

Atividades de financiamento

A companhia gerou caixa oriundo de financiamento no valor de R\$ 62.024 mil no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016 e aplicou caixa no valor de R\$ 53.773 mil no mesmo período de 2015. Essa variação decorreu principalmente pelo aumento nas captações em R\$ 98.223 mil em 2016.

Análise do Fluxo de Caixa para os exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2015 e 2014

Apresenta-se a seguir as explicações das principais variações ocorridas e as explicações sobre o fluxo de caixa da Companhia dos exercícios sociais encerrados em 2015 e 2014.

(em milhares de R\$)	2015	2014
Caixa e equivalentes de caixa no início do período	165.985	135.005
Atividades operacionais	88.909	46.041
Atividades de investimento	(75.389)	(71.165)
Atividades de financiamento	(53.773)	56.104
Caixa e equivalentes de caixa no final do período	125.732	165.985

Atividades Operacionais

O fluxo de caixa das atividades operacionais apresentou geração de caixa de R\$ 88.909 mil no exercício social findo em 31 de dezembro de 2015 e de R\$ 46.041 mil no exercício social findo em 31 de dezembro de 2014, com um acréscimo na geração de fluxo de caixa das atividades operacionais de R\$ 42.868 mil. Houve variação significativa nas atividades operacionais para os exercícios em análise, principalmente em razão da diminuição nas obrigações tributárias, no valor de R\$ 25.084 mil e na variação monetária e encargos no valor de R\$ 36.365 mil. Não obstante, no exercício ocorreu uma oscilação positiva, no que diz respeito aos ativos no valor de R\$ 13.706 mil.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Atividades de investimentos**

O fluxo de caixa das atividades de investimentos apresentou aplicação de caixa de R\$ 75.389 mil no exercício social findo em 31 de dezembro de 2015 e de R\$ 71.165 mil no exercício social findo em 31 de dezembro de 2014. A variação nas atividades de investimentos para os períodos em análise é apresentada devido à redução de fluxo de caixa na aquisição de ativos de R\$ 9.565 mil. Não obstante, houve aumento na aplicação em banco conta vinculada no valor de R\$ 16.737 mil. Neste exercício social não houve obtenção de fluxo de caixa decorrente de aporte de controlada.

Atividades de financiamento

O fluxo de caixa das atividades de financiamento apresentou redução de caixa de R\$ 53.773 mil no exercício social findo em 31 de dezembro de 2015 e obtenção de R\$ 56.104 mil no exercício social findo em 31 de dezembro de 2014. A variação nas atividades de financiamento para os períodos em análise apresentou redução de caixa de R\$ 109.877 mil, principalmente originados pela diminuição nas captações líquidas em R\$ 111.118 mil.

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

10.2. Os diretores devem comentar:

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

A Associação Brasileira de Papelão Ondulado ("ABPO") registrou redução na expedição de 3.256.113 toneladas de papelão ondulado no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016, em comparação com o mesmo período de 2015. O desempenho do volume de vendas do Mercado IRANI, em toneladas, apresentou redução de 9,0% no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016. A performance pior que a do mercado foi devido a política de preços e em função do maior rigor na política de concessão de crédito aos clientes. Em toneladas, a participação de mercado da IRANI no segmento de Embalagem de Papelão Ondulado foi de 5,5% no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016 e 5,9% no mesmo período de 2015. A receita operacional líquida no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016 foi de R\$ 776.795 mil, crescimento de 2,4% quando comparado ao mesmo período de 2015, refletindo a performance da receita no mercado externo. No mercado interno, a receita operacional líquida foi de R\$ 635.433 mil no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016 e mostrou estabilidade quando comparada ao período de 2015. No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016, o resultado líquido foi de R\$ (10.782) mil de prejuízo em comparação a R\$ 495 mil de lucro no mesmo período do ano anterior. O principal fator que impactou no resultado líquido foi o aumento dos custos de matérias primas, em especial das aparas de papelão ondulado, e ainda da despesa financeira reconhecida ao resultado do período. O EBITDA ajustado no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016 foi apurado em R\$ 175,3 milhões, 3,3% inferior ao apurado no mesmo período do ano anterior de R\$ 181,2 milhões, impactado principalmente ao menor volume de vendas de caixas e chapas de papelão ondulado, ao aumento dos custos de matérias primas, em especial das aparas de papelão ondulado e a reoneração do INSS. A relação dívida líquida/EBITDA foi de 4,10 vezes em 31 de dezembro de 2016. Excluindo da dívida líquida a variação cambial registrada como *hedge accounting*, a relação dívida líquida/EBITDA seria de 3,40 vezes. Em 31 de dezembro de 2016, 32% do total do endividamento consolidado da Companhia estava no curto prazo, no montante de R\$ 298.040 mil, sendo que as disponibilidades (soma do caixa e equivalentes de caixa e dos saldos de Bancos conta vinculada do ativo circulante consolidados) totalizavam R\$ 198.083 mil.

Os indicadores dos níveis de consumo de papelão ondulado no mercado interno registraram queda no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2015, conforme aponta a ABPO, totalizando 3.321.646 toneladas de papelão ondulado. O total de vendas de embalagens de papelão ondulado no mercado brasileiro apresentou redução de 3,1%, demonstrando que a atividade econômica do país apresenta sinais de fraqueza com indicativo de encolhimento no PIB em 2015, que deve apresentar uma das maiores retrações dos últimos anos. O desempenho do volume de vendas de embalagens da Companhia, no entanto, apresentou leve queda de 0,7% no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2015 na comparação com o exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, representando 66% da receita líquida de vendas consolidada da Companhia no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2015. A receita operacional líquida consolidada atingiu R\$ 758.758 mil no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2015, 2,7% superior em relação ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, refletindo a performance da receita no mercado externo. O lucro líquido atingiu R\$ 495 mil no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2015, 99,1% inferior ao registrado no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014. O resultado do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2015 teve impacto negativo da variação do valor justo dos ativos biológicos, bem como dos efeitos da variação cambial reconhecidos ao resultado no período. A variação do valor justo dos ativos biológicos reduziu 121,9% em 31 de dezembro de 2015 em relação a 31 de dezembro de 2014. O EBITDA Ajustado consolidado foi de R\$ 181.209 mil, com incremento de 18,1% em relação ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, em decorrência da performance operacional, redução de custos variáveis de produção e das despesas administrativas e, ainda pela valorização do dólar e euro. A relação dívida líquida/EBITDA Ajustado consolidado foi de 4,29 vezes em 31 de dezembro de 2015, em decorrência da valorização do dólar, que incrementou parte da dívida denominada em dólar. Em 31 de dezembro de 2015, 23,5% do total do endividamento consolidado da Companhia estava no curto prazo, no montante de R\$ 216.868 mil, sendo que as disponibilidades (soma do caixa e equivalentes de caixa e dos saldos de Bancos conta vinculada do ativo circulante consolidados) totalizavam R\$ 145.454 mil.

Os indicadores dos níveis de consumo de papelão ondulado no mercado interno mantiveram-se em níveis estáveis em 2014, conforme aponta a ABPO, mantendo-se em 3.427.128 toneladas. O total de vendas de embalagens de papelão ondulado no mercado brasileiro apresentou um leve crescimento de 0,1%, demonstrando que a atividade econômica do país apresenta sinais de fraqueza com indicativo de encolhimento no PIB em 2014, conforme dados prévios. O desempenho do volume de vendas de embalagens da Companhia, no entanto, apresentou crescimento de 34,5% em 31 de dezembro de 2014 na comparação com 31 de dezembro de 2013, refletindo, principalmente, a integral consolidação das operações da São Roberto, representando 67% da receita líquida de vendas consolidada da Companhia no exercício encerrado em 31 de dezembro de 2014. A receita operacional líquida consolidada atingiu R\$ 738.499 mil no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, 22,2% superior em relação a 31 de dezembro de 2013, em decorrência do aumento nas vendas de embalagens citados acima. O lucro líquido atingiu R\$ 56.579 mil no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, 16,1% inferior ao registrado no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013. O

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

principal fator que impactou neste resultado foi o reflexo da adesão ao programa REFIS da Lei 11.941/09 em 2013 que não se repetiu nos mesmos níveis em 2014. Por outro lado, a variação do valor justo dos ativos biológicos cresceu 46,3% no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014 em relação ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, contribuindo positivamente no resultado líquido da Companhia. O EBITDA Ajustado consolidado foi de R\$ 153.483 mil, com incremento de 21,6% em relação ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, em decorrência da incorporação da operação da fábrica de papelão ondulado Embalagem SP – Vila Maria (antiga São Roberto) em sua totalidade em 2014 e também em decorrência do melhor desempenho operacional registrado no exercício. A relação dívida líquida/EBITDA Ajustado consolidado foi de 3,97 vezes no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, em decorrência da execução do investimento na Máquina de Papel I e da valorização do dólar, que incrementou parte da dívida denominada em dólar. Em 31 de dezembro de 2014, 21,8% do total do endividamento consolidado da Companhia estava no curto prazo, no montante de R\$ 169.617 mil, sendo que as disponibilidades (soma do caixa e equivalentes de caixa e dos saldos de Bancos conta vinculada do ativo circulante consolidados) totalizavam R\$ 168.058 mil.

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; 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 do emissor

A seguir são apresentados os comentários da Diretoria da Companhia correspondentes à análise dos impactos de itens tais como: exposição cambial, taxas de câmbio e inflação:

Impacto da variação da taxa de câmbio

A condição financeira e os resultados das operações da Companhia tem sido, e continuarão sendo, afetados pela taxa de câmbio do Real frente ao dólar dos EUA, tendo em vista que parte significativa das dívidas da Companhia está denominada em dólares dos EUA e, portanto, os respectivos pagamentos de principal e juros devem ser realizados em dólares dos EUA.

A tabela abaixo mostra a cotação cambial ao final de cada um dos períodos.

	31 de dezembro de 2016	31 de dezembro de 2015	31 de dezembro de 2014
Cotação ao final do período – US\$ 1,00	R\$ 3,26	R\$ 3,90	R\$ 2,66

A Companhia mantém operações no mercado externo expostas às mudanças nas cotações de moedas estrangeiras. Em 31 de dezembro de 2016, 2015 e 2014, essas operações apresentam exposição passiva líquida consolidada conforme o quadro abaixo.

Tomando como base a média das exportações realizadas em cada um dos exercícios, para fazer frente à exposição cambial total líquida consolidada em moeda estrangeira nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2014, 2015 e 2016, seriam necessários 44, 48 e 29 meses de exportações, respectivamente. Como o maior valor dos empréstimos e financiamentos em moeda estrangeira tem sua exigibilidade no longo prazo, a Companhia entende que gerará fluxo de caixa em moeda estrangeira suficiente para quitação de seu passivo de longo prazo em moeda estrangeira.

Dados consolidados (em R\$ mil)	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2014
Contas a receber	20.062	19.405	11.245
Bancos conta vinculada	13.537	19.722	2.073
Adiantamento de clientes	(139)	(443)	(419)
Fornecedores	(335)	(1.106)	(270)
Empréstimos e financiamentos	(372.431)	(508.596)	(356.558)
Exposição líquida	<u>(339.306)</u>	<u>(471.018)</u>	<u>(343.929)</u>

No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, o endividamento consolidado em dólares dos EUA representava 45,9% do endividamento da Companhia. Em 31 de dezembro de 2015, o endividamento consolidado em dólares dos EUA representava 55,1%. Em 31 de dezembro de 2016, o endividamento consolidado em dólares dos EUA representava 40,6%. Desta forma, quando o Real se valoriza em relação ao dólar dos EUA:

- os custos de juros das dívidas da Companhia denominadas em dólares dos EUA diminui em Reais, e tal diminuição afeta positivamente o resultado de nossas operações em Reais;
- o valor de nossas dívidas denominadas em dólares dos EUA diminui em Reais, e o valor total de nossas dívidas diminui em Reais;
- nossas despesas financeiras líquidas tendem a diminuir como resultado dos ganhos com variação cambial incluídos em nossos resultados.

A depreciação do dólar dos EUA contra o Real tem efeito contrário.

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

Risco de exposição cambial Operação	Saldo 31.12.16		Cenário base Ganho (perda)		Cenário adverso Ganho (perda)		Cenário remoto Ganho (perda)	
	US\$	Taxa	R\$	Taxa	R\$	Taxa	R\$	
Ativos								
Contas a receber e Bancos conta vinculada	10.309	3,17	(958)	3,96	7.202	4,75	15.360	
Passivos								
Fornecedores e Adiantamento de clientes	(145)	3,17	13	3,96	(101)	4,75	(216)	
Empréstimos e financiamentos	(114.274)	3,17	10.615	3,96	(79.838)	4,75	(170.268)	
Hedge de fluxo de caixa sobre exportações	103.754	3,17	(9.638)	3,96	72.489	4,75	154.594	
Efeito líquido			32		(248)		(530)	

Esta análise de sensibilidade tem como objetivo mensurar o impacto das mudanças nas variáveis de mercado de câmbio sobre cada instrumento financeiro da Companhia. Cabe lembrar que foram utilizados os saldos constantes em 31 de dezembro de 2016 como base para projeção de saldo futuro. O efetivo comportamento dos saldos de dívida e dos instrumentos derivativos respeitará seus respectivos contratos, assim como os saldos de contas a receber e a pagar poderão oscilar pelas atividades normais da Companhia e de suas controladas. Não obstante, a liquidação das transações envolvendo essas estimativas poderá resultar em valores diferentes dos estimados devido à subjetividade que está contida no processo utilizado na preparação dessas análises. A Companhia procura manter as suas operações de empréstimos e financiamentos, e de instrumentos derivativos expostos à variação cambial, com pagamentos líquidos anuais equivalentes ou inferiores aos recebimentos provenientes das suas exportações. Desta forma a Companhia busca proteger seu fluxo de caixa das variações do câmbio, e os efeitos dos cenários acima, se realizados, não deverão gerar impactos relevantes no seu fluxo de caixa.

Impacto da variação de taxas de juros

O resultado financeiro da Companhia pode ser impactado por alterações adversas nas taxas de juros. Esta exposição ao risco de taxas de juros se refere, principalmente, à mudança nas taxas de juros de mercado que afetem passivos e ativos da Companhia indexados pela taxa TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo do BNDES), CDI (Taxa de juros dos Certificados de Depósitos Interbancários), SELIC, LIBOR (London Interbank Offered Rate) ou IPCA (Índice Nacional de Preço ao Consumidor Amplo).

A análise de sensibilidade calculada para o cenário base, cenário adverso e cenário remoto, sobre os contratos de empréstimos e financiamentos que tem base de juros indexados está representada conforme abaixo:

- 1 – Cenário base: para a definição do cenário base o CDI e SELIC utilizados pela Companhia seguem as projeções do mercado futuro BM&FBovespa para a próxima divulgação (31 de março de 2017). A TJLP é extraída do BNDES. Para LIBOR, EURIBOR e IPCA são utilizadas as taxas da data de elaboração da análise.
- 2 – Cenário adverso: correção de 25% das taxas de juros em relação ao nível verificado em 31 de março de 2017.
- 3 – Cenário remoto: correção de 50% das taxas de juros em relação ao nível verificado em 31 de março de 2017.

Risco de taxa de juros Operação	Indexador	Saldo 31.12.16		Cenário base Ganho (perda)		Cenário adverso Ganho (perda)		Cenário remoto Ganho (perda)	
				Taxa % a.a	R\$	Taxa % a.a	R\$	Taxa % a.a	R\$
Caixa e equivalentes de caixa									
CDB	CDI	180.881	12,37%	(2.209)	15,46%	3.213	18,56%	8.636	
Captações									
Capital de Giro	CDI	(365.494)	12,37%	5.009	15,46%	(7.286)	18,56%	(19.581)	
Debêntures	CDI	(40.930)	12,37%	530	15,46%	(771)	18,56%	(2.071)	
BNDES	TJLP	(48.597)	7,50%	-	9,38%	(911)	11,25%	(1.822)	
Finame	TJLP	(4.771)	7,50%	-	9,38%	(89)	11,25%	(179)	
Finame	SELIC	(425)	12,38%	6	15,48%	(8)	18,57%	(22)	
Capital de Giro	TJLP	(30.671)	7,50%	-	9,38%	(610)	11,25%	(1.219)	
Capital de Giro	IPCA	(22.737)	5,35%	371	6,69%	67	8,03%	(237)	
Financiamento Moeda Estrangeira	Libor 3M	(326.278)	1,03%	(117)	1,29%	(960)	1,55%	(1.803)	
Financiamento Moeda Estrangeira	Libor 6M	-	1,35%	-	0,00%	-	0,00%	-	
Financiamento Moeda Estrangeira	Libor 12M	(7.263)	1,71%	(2)	2,14%	(33)	2,57%	(64)	
Financiamento Moeda Estrangeira	Euribor 6M	(4.154)	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	
Efeito Líquido no Resultado					3.588		(7.388)		(18.362)

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

O Brasil tem historicamente experimentado altas taxas de inflação. A inflação, bem como os esforços do governo para combatê-la, tiveram efeitos negativos significativos na economia brasileira, principalmente antes de 1995. As taxas de inflação foram de 6,4% em 31 de dezembro de 2014, 10,7% em 31 de dezembro de 2015 e 6,3% em 31 de dezembro de 2016 de acordo com Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Os custos de caixa e despesas operacionais da Companhia são substancialmente feitos em Reais e tendem a aumentar com a inflação brasileira, uma vez que os fornecedores e prestadores de serviços da Companhia geralmente aumentam os preços para refletir a desvalorização da moeda. A inflação, as ações de combate à inflação e a especulação pública sobre possíveis medidas adicionais também podem contribuir significativamente para a incerteza econômica no Brasil e, consequentemente influenciar os resultados operacionais apresentados pela Companhia.

Impacto da variação de preços de papel e embalagem

A demanda dos produtos da Companhia está diretamente relacionada à atividade econômica geral, em especial ao setor de consumo doméstico brasileiro. Desta forma os preços dos principais produtos comercializados pela Companhia estão sujeitos às variações da demanda no cenário interno. Aumentos significativos nos preços dos produtos da Companhia e, por consequência, nos preços que esta consegue cobrar, provavelmente devem aumentar a receita líquida da Companhia e seus resultados operacionais na medida em que a Companhia consiga manter suas margens operacionais e o aumento de preços não reduza o volume de vendas. Por outro lado, reduções significativas nos preços dos produtos da Companhia e, consequentemente, nos preços que a Companhia pode cobrar por seus produtos, provavelmente devem diminuir a receita líquida e resultado das operações da Companhia caso esta não consiga aumentar suas margens operacionais e a redução de preços não aumente o volume de vendas. Nos últimos três exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2016, 2015 e 2014, os preços médios dos principais produtos comercializados pela Companhia apresentaram-se da seguinte forma:

	31.12.2016	31.12.2015	31.12.2014	Var. 2016 x 2015	Var. 2015 x 2014
Preços médios Segmento Papel para Embalagem (R\$/ton)					
- Papéis para embalagens rígidas (R\$/ton)	R\$ 1.833	R\$ 1.639	R\$ 1.568	+11,8%	+4,5%
- Papéis para embalagens flexíveis (R\$/ton)	R\$ 3.169	R\$ 3.115	R\$ 2.856	+1,7%	+9,1%

	31.12.2015	31.12.2015	31.12.2014	Var. 2016 x 2015	Var. 2015 x 2014
Preços médios Segmento Embalagem Papelão Ondulado (R\$/ton)	R\$ 3.627	R\$ 3.439	R\$ 3.369	+5,5%	+2,0%

Fonte: IRANI

Impacto da variação de preços dos principais insumos

As principais matérias-primas envolvidas no processo produtivo da Companhia são celulose (fibra virgem) e aparas de papelão (reciclado). Uma grande parte da celulose (fibra virgem) consumida pela Companhia é produzida em suas próprias propriedades. Desta forma, o impacto de uma possível variação no seu preço é minimizado. As aparas de papelão, todavia, são adquiridas no mercado. Estas estão sujeitas a variações adversas nos preços ou até mesmo falta no mercado, o que pode afetar adversamente a situação financeira e resultados operacionais da Companhia.

Nos últimos três exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2016, 2015 e 2014 os preços médios das aparas de papelão adquiridas pela Companhia foram de:

	2016	2015	2014
Preços médios das aparas (R\$/ton)	688,8	489,21	588,72

Fonte: IRANI

10. Comentários dos diretores / 10.3 - Efeitos relevantes nas DFs**10.3. Eventos relevantes e impactos nas demonstrações financeiras e resultados da Companhia:****a) introdução ou alienação de segmento operacional**

Não houve introdução ou alienação de segmento operacional nos últimos três anos.

b) constituição, aquisição ou alienação de participação societária

Na controlada Iraflor Comércio de Madeira Ltda. em 2013, foram aportadas florestas no valor de R\$ 13.251 mil, em 2014 foram aportadas florestas no valor de R\$ 57.644 mil e em 2015 foram aportadas florestas no valor de R\$ 25.118 mil.

Na controlada Irani Trading S.A., em 2013, a Companhia realizou adiantamento para futuro aumento de capital no valor de R\$ 8.033 mil. Esta controlada foi incorporada pela Companhia em dezembro de 2014.

Na controlada Habitasul Florestal S.A., em 2013, a controladora Celulose Irani S.A. realizou adiantamento para futuro aumento de capital no valor de R\$ 3.785 mil, os quais foram capitalizados em 2014. Ainda em 2014, a Companhia realizou novo adiantamento para futuro aumento de capital no valor de R\$ 10.743 mil. Em 2015, a Companhia realizou novo adiantamento para futuro aumento de capital no valor de R\$ 20.978 mil.

Em 2014, a Companhia realizou redução de capital na controlada HGE – Geração de Energia Sustentável S.A., em compensação a prejuízos acumulados em exercícios anteriores no montante de R\$ 394 mil. Ato seguinte a Companhia realizou cisão parcial do seu patrimônio no montante de R\$ 236 mil, o qual foi usado para constituição de nova controlada Irani Geração de Energia Ltda. Em 2015, a Companhia realizou adiantamento para futuro aumento de capital na controlada HGE – Geração de Energia Sustentável S.A. no valor de R\$ 94 mil.

Em 2013, ocorreu aumento de capital na Companhia para R\$ 116.895 mil, com emissão de ações que foram totalmente subscritas pela acionista Irani Participações S.A., e integralizadas com ações da sociedade Wave Participações S.A., no montante de R\$ 12.919 mil. A Wave Participações S.A. era detentora de 100% das ações da Indústria de Papel e Papelão São Roberto S.A., tradicional empresa do setor de papelão ondulado brasileiro, com sede em São Paulo-SP. Ao final de 2013 por Assembleia Geral Extraordinária, foi aprovada a incorporação da Wave Participações S.A. pela Indústria de Papel e Papelão Ondulado São Roberto S.A. As ações da Wave foram canceladas e emitidas novas ações na incorporadora São Roberto em favor da sua única acionista, a Celulose Irani S.A. Em 30 dezembro de 2014, a Indústria de Papel e Papelão São Roberto S.A. foi incorporada pela Companhia.

c) eventos ou operações não usuais

Não ocorreram eventos ou operações não usuais nos últimos três anos.

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases**10.4. Os diretores devem comentar:****a) mudanças significativas nas práticas contábeis**

Nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2014, 2015 e 2016, não ocorreram mudanças significativas nas práticas contábeis adotadas pela Companhia, que pudessem gerar efeitos nas suas demonstrações financeiras.

b) efeitos significativos das alterações em práticas contábeis

Nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2014, 2015 e 2016, não houve alteração nas práticas contábeis adotadas pela Companhia .

c) ressalvas e ênfases presentes no parecer do auditor

Nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2014, 2015 e 2016 não houve ressalvas ou ênfases no parecer da auditoria externa.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

10.5. Políticas contábeis críticas da 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 preparação das demonstrações financeiras requer o uso, pela Diretoria da Companhia e de suas controladas, de julgamentos, estimativas e premissas contábeis para a contabilização de certos ativos, passivos e outras transações, e no registro das receitas e despesas dos períodos que, por sua vez, afetam os saldos ativos e passivos e outras transações. Sendo assim, nas demonstrações financeiras estão incluídas diversas estimativas referentes ao cálculo da provisão para créditos de liquidação duvidosa, provisões necessárias para passivos contingentes, avaliação do valor justo dos ativos biológicos, avaliação da vida útil do ativo imobilizado e respectivo cálculo das estimativas para determinar a recuperação de saldos do imobilizado, intangível e imposto de renda diferido ativo, bem como a avaliação do valor justo de certos instrumentos financeiros, realização de créditos tributários diferidos, além de redução do valor recuperável de ativos. Como o julgamento da Diretoria envolve a determinação de estimativas relacionadas à probabilidade de eventos futuros, os resultados reais eventualmente podem divergir dessas estimativas.

As premissas para a apuração do resultado seguem o regime de competências de exercícios incluindo rendimentos, encargos e variações cambiais às taxas oficiais sobre ativos e passivos circulantes de longo prazo e eventuais efeitos de ajustes de ativos para o valor de realização.

A Companhia reconhece a receita e os custos associados de vendas no momento em que os produtos são entregues aos clientes ou quando os riscos e benefícios associados são transferidos. A receita é registrada pelo valor líquido de vendas (após deduções de impostos, descontos e devoluções).

Os diferimentos de recolhimento de impostos concedidos pelo governo são tratados pela Companhia como subvenções governamentais sendo mensurada pela diferença entre os valores obtidos e o valor justo calculado com base em taxa de juros praticada no mercado.

Adicionalmente, são aplicadas na preparação das demonstrações financeiras consolidadas as Normas Internacionais de Relatório Financeiro (IFRS) em conformidade com os pronunciamentos técnicos e a legislação societária brasileira. As demonstrações financeiras individuais da Controladora, a partir de 2014, não mais divergem do IFRS quanto a avaliação de investimentos, uma vez que ele passou a permitir a aplicação do método de equivalência patrimonial em controladas nas demonstrações separadas: desta forma, elas também estão em conformidade com o IFRS.

Os princípios contábeis críticos são continuamente avaliados e baseiam-se na experiência histórica e em outros fatores, incluindo expectativas de eventos futuros, consideradas razoáveis para as circunstâncias. O detalhamento completo das práticas contábeis adotadas pela Companhia está apresentado na nota explicativa nº 3 das demonstrações financeiras referentes (i) ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2015 e (ii) ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016.

As demonstrações financeiras incluem, portanto, várias estimativas, tais como, mas não se limitando a: seleção de vida útil dos bens do imobilizado, a realização dos créditos tributários diferidos, provisões para créditos de liquidação duvidosa, avaliação do valor justo dos ativos biológicos, provisões fiscais, previdenciárias, cíveis e trabalhistas, avaliação do valor justo de certos instrumentos financeiros, além de redução do valor recuperável de ativos.

Desta forma, estão apresentados abaixo as práticas e os respectivos motivos que consideram as mesmas como críticas na avaliação da Diretoria da Companhia.

a) Contas a receber e provisão para créditos de liquidação duvidosa

As contas a receber de clientes são registradas pelo valor nominal dos títulos representativos destes créditos, acrescidos da variação cambial quando aplicável. A provisão para créditos de liquidação duvidosa é calculada com base nas perdas estimadas segundo avaliação individualizada das contas a receber e considerando as perdas históricas, cujo montante é considerado suficiente para a Administração da Companhia para cobrir eventuais perdas na realização dos créditos. As contas a receber de clientes estão classificadas nas categorias de instrumentos financeiros como “empréstimos e recebíveis”.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

b) Imobilizado

Os ativos imobilizados são avaliados pelo custo atribuído, deduzidos de depreciação acumuladas e perda por redução ao valor recuperável, quando aplicável. São registrados como parte dos custos das imobilizações em andamento, no caso de ativos qualificáveis, os custos de empréstimos capitalizados. Tais imobilizações são classificadas nas categorias adequadas do imobilizado quando concluídas e prontas para o uso pretendido. A depreciação desses ativos inicia-se quando eles estão prontos para uso na mesma base dos outros ativos imobilizados.

A Companhia utiliza o método de depreciação linear definida com base na avaliação da vida útil estimada de cada ativo, 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.

Sendo assim, a Administração da Companhia considera as práticas contábeis utilizadas no ativo imobilizado como prática crítica, uma vez que a mesma depende de estimativas e ainda, uma vez que o Ativo Imobilizado é item representativo no seu ativo total.

c) Ativo biológico

O cálculo do valor justo dos ativos biológicos leva em consideração diversas premissas com alto grau de julgamento, tais como preço estimado de venda, quantidade cúbica de madeira e incremento médio anual por região. Quaisquer mudanças nessas premissas utilizadas podem implicar na alteração do resultado do fluxo de caixa descontado e, consequentemente, na valorização ou desvalorização desses ativos. As premissas utilizadas para a determinação do valor justo dos ativos biológicos estão apresentadas na nota explicativa 15 das demonstrações financeiras do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016 e são, principalmente, as seguintes:

- (i) A metodologia utilizada na mensuração do valor justo dos ativos biológicos corresponde à projeção dos fluxos de caixa futuros de acordo com o ciclo de produtividade projetado das florestas nos ciclos de corte determinados em função da otimização da produção, levando-se em consideração as variações de preço e crescimento dos ativos biológicos;
- (ii) A taxa de desconto utilizada nos fluxos de caixa foi a de Custo do Capital Próprio (Capital Asset Pricing Model – CAPM). O custo do capital próprio é estimado por meio de análise do retorno almejado por investidores em ativos florestais;
- (iii) Os volumes de produtividade projetados das florestas são definidos com base em uma estratificação em função de cada espécie, adotados sortimentos para o planejamento de produção, idade das florestas, potencial produtivo e considerado um ciclo de produção das florestas. Este componente de volume projetado consiste no IMA (Incremento Médio Anual). São criadas alternativas de manejo para estabelecer o fluxo de produção de longo prazo ideal para maximizar os rendimentos das florestas;
- (iv) Os preços adotados para os ativos biológicos são os preços praticados nos três últimos anos, baseados em pesquisas de mercado nas regiões de localização dos ativos e divulgados por empresa especializada. São praticados preços em R\$/metro cúbico, e considerados os custos necessários para colocação dos ativos em condição de venda ou consumo;
- (v) Os gastos com plantio utilizados são os custos de formação dos ativos biológicos praticados pela Companhia; e
- (vi) A apuração da exaustão dos ativos biológicos é realizada com base no valor justo médio dos ativos biológicos, multiplicado pelo volume colhido no período.

d) Avaliação do valor recuperável de ativos (“Impairment”)

A capacidade de recuperação dos ativos que são utilizados nas atividades da Companhia é avaliada sempre que eventos ou mudanças nas circunstâncias indicarem que o valor contábil de um ativo ou grupo de ativos pode não ser recuperável com base em fluxos de caixa futuros. Se o valor contábil destes ativos for superior ao seu valor recuperável, o valor líquido é ajustado e sua vida útil readequada para novos patamares.

e) Imposto de renda e contribuição social (diferido)

Os ativos e passivos fiscais diferidos são baseados em diferenças temporárias entre os valores contábeis nas demonstrações financeiras e a base fiscal. Se a Companhia e suas controladas operarem com prejuízo ou não forem capazes de gerar lucro tributável futuro suficiente, ou se houver uma mudança material nas atuais taxas de imposto ou período de tempo no qual as diferenças temporárias subjacentes se tornem tributáveis ou dedutíveis, seria necessária uma reversão de parte significativa de nosso ativo fiscal diferido, podendo resultar em um aumento na taxa efetiva de imposto. As posições do imposto de renda e

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

contribuição social diferido ativo e passivo estão representadas na nota explicativa 11 das demonstrações financeiras do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016.

f) Instrumentos financeiros derivativos

O valor justo de instrumentos financeiros que não são negociados em mercados ativos é determinado mediante o uso de técnicas de avaliação. A Companhia utiliza seu julgamento para escolher diversos métodos e definir premissas que se baseiam principalmente nas condições de mercado existentes na data do balanço. A Companhia utiliza também seu julgamento para definir os cenários e valores apresentados na análise de sensibilidade, demonstrada na nota explicativa nº 29 às demonstrações financeiras do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016. Os instrumentos financeiros são designados no reconhecimento inicial, classificados como empréstimos e os seus resultados são mensurados pelo valor justo ou pelo custo amortizado e reconhecidos no resultado financeiro.

Quaisquer alterações nas premissas utilizadas para os cálculos envolvendo o valor justo de instrumentos financeiros poderiam afetar drasticamente a posição patrimonial e financeira da Companhia, já que são reconhecidos no resultado de cada período, nas receitas ou despesas financeiras.

g) Provisões para riscos cíveis, trabalhistas e tributários

A Companhia e suas controladas estão envolvidas em ações judiciais de natureza tributária, cível e trabalhista e em processos administrativos de natureza tributária. Com base na opinião dos advogados e consultores legais, a Administração reconhece provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários cuja chance de perda é considerada provável.

As premissas utilizadas pelos advogados e consultores legais da Companhia, podem em algum caso, não representar a condição mais adequada para o seu reconhecimento, o que torna esta prática contábil crítica na opinião da sua Administração.

10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs**10.6. 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 (inclusive arrendamentos mercantis operacionais, ativos e passivos, carteiras de recebíveis baixadas sobre as quais a entidade mantenha riscos e responsabilidades, indicando respectivos passivos, contratos de futura compra e venda de produtos ou serviços, contratos de construção não terminada e contratos de recebimentos futuros de financiamentos)

Nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2016, 2015 e 2014, a Companhia não detém outros ativos e passivos relevantes, bem como qualquer operação, contrato, transação, obrigação ou outros tipos de compromissos que não estejam contabilizados ou evidenciados em suas demonstrações financeiras.

b) outros itens não evidenciados nas demonstrações financeiras

Não há outros itens não evidenciados nas demonstrações financeiras.

10. Comentários dos diretores / 10.7 - Coment. s/itens não evidenciados**10.7. Em relação a cada um dos itens não evidenciados nas demonstrações financeiras indicados no item 10.6:**

- | |
|---|
| 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 da Companhia |
| b) natureza e propósito da operação |
| c) natureza e montante das obrigações assumidas e dos direitos gerados em favor do emissor em decorrência da operação |

Não aplicável, dado que não há itens não evidenciados nas demonstrações financeiras da Companhia dos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2016, 2015 e 2014 que alterem, ou que possam vir a alterar as receitas, as despesas, o resultado operacional, as despesas financeiras e/ou outros itens das demonstrações financeiras da Companhia.

10. Comentários dos diretores / 10.8 - Plano de Negócios

10.8. Principais elementos do plano de negócios da Companhia:

a) investimentos (inclusive descrição quantitativa e qualitativa dos investimentos em andamento e dos investimentos previstos, fontes de financiamento dos investimentos e desinvestimentos relevantes em andamento e desinvestimentos previstos)

i) Investimentos

Os investimentos consolidados realizados contabilmente nos três últimos exercícios sociais apresentaram-se como segue:

(em R\$ mil)	2016	2015	2014
Terrenos	-	6.983	6
Prédios e Construções	-	8.879	47
Equipamento e Instalações	52.112	42.688	43.116
Bens em arrendamento mercantil	-	-	4
Florestamento e reflorestamento	7.370	6.967	5.098
Intangível	3.314	970	811
Total	62.796	66.487	49.082

Os investimentos realizados no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014 foram basicamente direcionados para ampliação de capacidade de produção das fábricas, manutenção e melhorias das máquinas e equipamentos e na melhoria das estruturas físicas das unidades incorporadas ao final do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013. O principal investimento realizado no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014 foi o término da ampliação e modernização da Máquina de Papel I (MP I), localizada na unidade Papel SC Campina da Alegria, que ampliou a capacidade de produção de papel em 3.000t/mês.

Os investimentos realizados no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2015 foram basicamente direcionados para manutenção e melhorias de máquinas e equipamentos e na melhoria das estruturas físicas da Companhia. O principal investimento realizado no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2015 foi a conclusão da atualização tecnológica de equipamentos na saída da máquina Onduladeira na unidade Embalagem SP Vila Maria, com o objetivo de aumento de produção de chapas e caixas de papelão ondulado e melhoria na qualidade.

Os investimentos realizados no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016 foram basicamente direcionados para manutenção e melhorias das máquinas e equipamentos, melhoria das estruturas físicas da Companhia e reflorestamento. O investimento realizado no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2016 que merece destaque foi a implantação do software KIWIPLAN nas Unidades de Embalagem de Papelão Ondulado.

ii) fontes de financiamento dos investimentos

Os investimentos realizados nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2014, 2015 e 2016, passíveis de financiamento, tiveram como fonte instituições financeiras locais, de acordo com o cenário de mercado e conveniência para a Companhia. Os investimentos futuros serão financiados por capital próprio da Companhia, financiamentos ou ainda outra forma de captação, de acordo com o cenário de mercado e conveniência para a Companhia, incluindo, sem limitar, uma emissão pública de ações.

iii) desinvestimentos relevantes em andamento e desinvestimentos previstos

Não houve desinvestimentos relevantes realizados nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2014, 2015 e 2016, bem como não existem desinvestimentos relevantes previstos.

10. Comentários dos diretores / 10.8 - Plano de Negócios

b) aquisições já divulgadas de plantas, equipamentos, patentes ou outros ativos que devam influenciar materialmente a capacidade produtiva da Companhia

Em 31 de janeiro de 2013, a Companhia celebrou, mediante aprovação do Conselho de Administração, um contrato de Arrendamento de Ativos com a Indústria de Papel e Papelão São Roberto S.A., adquirida por sua controladora indireta Companhia Comercial de Imóveis (CCI) nesta mesma data. Por meio deste contrato, a Companhia arrendou a planta industrial de produção de papel da São Roberto situada em Santa Luzia, no Estado de Minas Gerais. O prazo de duração deste contrato é de 120 meses com início em 01 de março de 2013. Por meio deste contrato, a Companhia registrou uma elevação na capacidade de produção de papel para embalagens passando de 214.000 para 274.000 ton.

Na Assembleia Geral Extraordinária de 16 de outubro de 2013, foi aprovado um aumento de capital social no valor de R\$ 12.918 mil com emissão de ações ordinárias, as quais foram integralizadas pela acionista Irani Participações S.A. mediante a contribuição de 100% das ações da Wave Participações S.A. A Wave Participações S.A. era detentora de 100% de participação na Indústria de Papel e Papelão São Roberto S.A., que passou a figurar como uma controlada da Companhia. Com a consolidação das operações da São Roberto S.A., a Companhia elevou a sua capacidade instalada de produção de embalagens de papelão ondulado de 162.000 para 234.000 ton.

Em 30 de dezembro de 2014, a então controlada São Roberto S.A. foi incorporada pela Companhia. Desta forma, as operações das plantas industriais de produção de papel de Santa Luzia – Minas Gerais e de produção de embalagens de papelão ondulado – São Paulo passaram a operar como filiais da Companhia.

c) novos produtos e serviços (inclusive descrição das pesquisas em andamento já divulgadas, montantes totais gastos pela Companhia em pesquisas para desenvolvimento de novos produtos ou serviços, projetos em desenvolvimento já divulgados e montantes totais gastos pela Companhia no desenvolvimento de novos produtos ou serviços)

Não aplicável.

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

10.9. Outros fatores que influenciaram de maneira relevante o desempenho operacional e que não tenham sido identificados ou comentados nos demais itens desta seção.

Não existem outros fatores que influenciaram de maneira relevante o desempenho operacional da Companhia e que não tenham sido identificados ou comentados nos demais itens desta seção.