

Índice

5. Gerenciamento de riscos e controles internos

5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos	1
5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado	5
5.3 - Descrição - Controles Internos	6
5.4 - Alterações significativas	7

10. Comentários dos diretores

10.1 - Condições financeiras/patrimoniais	8
10.2 - Resultado operacional e financeiro	44
10.3 - Efeitos relevantes nas DFs	48
10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases	49
10.5 - Políticas contábeis críticas	50
10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs	53
10.7 - Coment. s/itens não evidenciados	54
10.8 - Plano de Negócios	55
10.9 - Outros fatores com influência relevante	56

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

5. RISCOS DE MERCADO

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

A Companhia está sujeita aos riscos de mercado no curso normal de suas atividades. Os principais são:

Risco de exposição cambial

A Companhia mantém operações no mercado externo expostas às mudanças nas cotações de moedas estrangeiras. Em 31 de dezembro de 2014, 2013 e 2012, essas operações apresentaram exposição passiva líquida conforme o quadro abaixo.

Dados consolidados (em R\$ mil)	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012
Contas a receber	11.245	9.229	8.447
Créditos de carbono a receber	-	-	4.378
Bancos conta vinculada	2.073	1.161	931
Adiantamento de clientes	(419)	(144)	(199)
Fornecedores	(270)	(548)	(81)
Captações (empréstimos e financiamentos)	(356.558)	(164.199)	(131.309)
Exposição líquida	<u>(343.929)</u>	<u>(154.501)</u>	<u>(117.833)</u>

A exposição cambial total líquida em moeda estrangeira é equivalente a 25 meses das exportações tomando como base a média mensal das exportações realizadas no ano 2012, 54 meses das exportações tomando como base a média mensal das exportações realizadas no ano de 2013 e 44 meses das exportações com base na média das exportações realizadas em 2014. Como o maior valor das captações (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.

A Companhia identificou os principais fatores de risco que podem gerar prejuízos para as suas operações com instrumentos financeiros. Com isso, desenvolvemos uma análise de sensibilidade, conforme determinado pela Instrução CVM nº 475, que requer que sejam apresentados dois cenários com deterioração de 25% e 50% da variável de risco considerada, além de um cenário base. Estes cenários poderão gerar impactos nos resultados e/ou nos fluxos de caixa futuros da empresa e no patrimônio líquido, conforme descrito abaixo (consolidado):

- 1 – Cenário base: para a definição do cenário base, a cotação do dólar utilizada segue as projeções do mercado futuro BM&FBOVESPA para 31 de dezembro de 2014.
- 2 – Cenário adverso: deterioração de 25% da taxa de câmbio em relação ao nível verificado em 31 de dezembro de 2014.
- 3 – Cenário remoto: deterioração de 50% da taxa de câmbio em relação ao nível verificado em 31 de dezembro de 2014.

Operação	Saldo 31.12.14	Cenário base		Cenário adverso		Cenário remoto	
	US\$	Taxa	Ganho (perda) R\$	Taxa	Ganho (perda) R\$	Taxa	Ganho (perda) R\$
Ativos							
Contas a receber	5.014	2,81	787	3,52	4.313	4,22	7.837
Passivos							
Contas a pagar	(259)	2,81	(41)	3,52	(223)	4,22	(405)
Captações (empréstimos e financiamentos*)	(134.236)	2,81	<u>(21.062)</u>	3,52	<u>(115.466)</u>	4,22	<u>(209.811)</u>
Efeito líquido			<u>(20.316)</u>		<u>(111.376)</u>		<u>(202.379)</u>

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 2014 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 captações, e de instrumentos derivativos expostos à variação cambial, com pagamentos líquidos mensais equivalentes aos recebimentos provenientes das suas exportações. Quando há precisão de que em determinado mês os pagamentos em moeda

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

estrangeira superarão os recebimentos em moeda estrangeira proveniente de suas exportações, a Companhia busca proteção através da manutenção, em aplicação financeira, de recursos financeiros em moeda estrangeira para fazer frente ao excedente dos pagamentos previstos. Eventualmente a Companhia pode contratar instrumento financeiro derivativo para proteção do seu fluxo de caixa. 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.

Risco de taxas de juros e índice de inflação sobre operações financeiras

A Companhia pode ser impactada 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 captações que tem base de juros indexados está representada conforme abaixo (consolidado):

- 1 – Cenário base: manutenção das taxas de juros, em níveis próximos aos vigentes no período de elaboração das demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2014.
- 2 – Cenário adverso: correção de 25% das taxas de juros em relação ao nível verificado em 31 de dezembro de 2014.
- 3 – Cenário remoto: correção de 50% das taxas de juros em relação ao nível verificado em 31 de dezembro de 2014.

Operação			Cenário base		Cenário adverso		Cenário remoto	
			Ganho (perda)		Ganho (perda)		Ganho (perda)	
	Indexador	Saldo 31.12.14	Taxa % a.a	R\$	Taxa % a.a	R\$	Taxa % a.a	R\$
Caixa e equivalentes de caixa								
CDB	CDI	161.683	12,09%	830	15,11%	5.657	18,14%	10.483
Captações								
Capital de Giro	CDI	(98.118)	12,09%	(1.498)	15,11%	(5.307)	18,14%	(8.575)
Debêntures	CDI	(116.326)	12,09%	(1.534)	15,11%	(5.155)	18,14%	(8.777)
BNDES	TJLP	(61.412)	5,50%	(307)	6,88%	(1.151)	8,25%	(1.996)
Capital de Giro	IPCA	(57.662)	7,12%	(409)	8,90%	(1.436)	10,68%	(2.462)
Financiamento Moeda Estrangeira	Libor 3M	(296.581)	0,26%	-	0,32%	(189)	0,38%	(378)
Financiamento Moeda Estrangeira	Libor 6M	(1.204)	0,36%	-	0,45%	(1)	0,54%	(2)
Financiamento Moeda Estrangeira	Libor 12M	(11.809)	0,63%	-	0,78%	(18)	0,94%	(37)
Efeito Líquido no Resultado		(481.429)		(2.918)		(7.600)		(11.744)

Riscos de crédito

As vendas financiadas da Companhia são administradas através de política de qualificação e concessão de crédito. Os créditos de liquidação duvidosa estão adequadamente cobertos por provisão para fazer face às eventuais perdas na realização destes. As contas a receber de clientes estão compostas por um grande número de clientes de diferentes setores e áreas geográficas. Uma avaliação contínua do crédito é realizada na condição financeira das contas a receber e, quando apropriado, a Companhia solicita uma cobertura de garantia de crédito aos nossos clientes. Qualquer deterioração do risco de crédito de clientes ou descasamento entre as taxas e termos pelos quais a Companhia contrata e concede crédito poderá causar um efeito adverso relevante sobre a situação financeira e resultados operacionais da Companhia.

Risco de liquidez

A Administração monitora o nível de liquidez considerando o fluxo de caixa esperado, que compreende caixa, aplicações financeiras, fluxo de contas a receber e a pagar e pagamento de captações. A política de gestão de liquidez envolve a projeção de fluxos de caixa nas principais moedas utilizadas e a consideração do nível de ativos líquidos necessários para alcançar essas projeções, o monitoramento dos índices de liquidez do balanço patrimonial em relação às exigências de suas políticas internas e compromissos com terceiros e a manutenção de planos de financiamento de dívida.

O quadro abaixo demonstra o vencimento dos passivos financeiros contratados pela Companhia, no balanço consolidado, onde os valores apresentados incluem o valor do principal e dos juros pré-fixados incidentes nas operações, calculados utilizando-se as taxas e índices vigentes na data de 31 de dezembro de 2014 para os juros pós-fixados e taxas de câmbio e os detalhes do prazo de vencimento esperado para os ativos financeiros não derivativos não descontados (i.e.: seguem os detalhes do prazo e vencimentos previstos para ativos e passivos), incluindo os juros que serão auferidos a partir desses ativos, que são considerados pela Companhia. A inclusão de informação sobre ativos financeiros não derivativos é necessária para compreender a gestão do risco de liquidez da Companhia, uma vez que ela é gerenciada com base em ativos e passivos líquidos.

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

(dados consolidados - R\$ mil)	2015	2016	2017	2018	acima 2019
Passivos					
Fornecedores	65.064	175	-	-	-
Empréstimos	124.984	134.859	192.422	128.689	212.547
Debêntures	47.123	33.053	32.244	9.930	-
Outros Passivos	2.337	1.788	1.608	269	-
	<u>239.508</u>	<u>169.875</u>	<u>226.274</u>	<u>138.888</u>	<u>212.547</u>
Ativos					
Caixa e Equivalentes	165.985	-	-	-	-
Bancos Conta Vinculada	2.073	-	-	-	-
Clientes a Vencer	129.922	-	-	-	-
Renegociação de Clientes	15.517	2.241	1.304	592	977
Outros ativos	10.568	1.950	-	-	-
	<u>324.065</u>	<u>4.191</u>	<u>1.304</u>	<u>592</u>	<u>977</u>
	<u>84.557</u>	<u>(165.684)</u>	<u>(224.970)</u>	<u>(138.296)</u>	<u>(211.570)</u>

Bancos Conta Vinculada (Banco do Brasil Nova York): representam valores retidos para garantia de amortização de parcelas trimestrais de empréstimo oriundas de Pré Pagamento de Exportação firmado com Credit Suisse referente à parcela com vencimento em fevereiro de 2015. 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.

Outros ativos: São representados por contas a receber de clientes em renegociação e créditos a receber de funcionários, ambos a serem realizados nos períodos informados acima.

Os valores incluídos acima para instrumentos pós-fixados ativos e passivos financeiros não derivativos estão sujeitos à mudança, caso a variação nas taxas de juros pós-fixadas difira dessas estimativas apuradas no final do período de relatório. Qualquer deterioração do risco de liquidez da Companhia poderá causar um efeito adverso relevante sobre sua situação financeira e seus resultados operacionais.

Risco Político

Exceto pelas vendas no exterior, todas as operações da Companhia são conduzidas no Brasil. Assim, as condições financeiras e resultados operacionais da Companhia dependem, de certa maneira, das condições políticas e econômicas brasileiras. Os negócios, condição financeira e resultados operacionais podem ser adversamente afetados por mudanças nas políticas governamentais, bem como por fatores econômicos gerais, incluindo:

- liquidez do capital interno e dos mercados de crédito;
- disponibilidade de mão de obra qualificada;
- políticas que impactam na infraestrutura de logística no Brasil;
- política fiscal;
- outras alterações políticas, diplomáticas, sociais e econômicas que afetam o Brasil; e
- inflação.

Historicamente, o cenário político do Brasil tem influenciado o desempenho da economia do país e crises políticas afetaram a confiança dos investidores e do público em geral. O desenvolvimento futuro de políticas do governo brasileiro e/ou incertezas sobre quando tais políticas e regulamentações podem ser implementadas está fora do controle da Companhia e pode ocasionar em um efeito adverso para a Companhia. Além disso, o governo brasileiro tenta impedir a ocorrência de condições anormais de mercado, tais como especulação nos preços de fornecimento e na taxa de câmbio, intervindo frequentemente na economia brasileira e ocasionalmente realizando alterações significativas nas políticas e regulamentação.

Risco de Inflação

O Brasil tem também 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 6,5% em 2011, 5,8% em 2012, 5,9% em 2013 e 6,4% em 2014, 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

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

incerteza econômica no Brasil e, consequentemente enfraquecer a confiança dos investidores no Brasil, influenciando, assim, a capacidade da Companhia de acessar os mercados financeiros e de capitais. A Companhia pode, também, não ter capacidade de repassar para seus clientes a inflação verificada em seus custos e despesas.

Risco de Redução do Crescimento Econômico

A demanda dos produtos da Companhia está, diretamente, relacionada à atividade econômica geral, em especial ao setor de consumo doméstico brasileiro. Uma redução contínua no crescimento econômico do país, do setor de consumo nacional ou do nível de atividade nos mercados em que a Companhia opera, pode afetar a demanda e o preço de seus produtos de modo adverso e causar efeitos materiais adversos à Companhia. A deterioração das condições econômicas brasileiras pode, entre outras coisas:

- causar impactos negativos sobre a demanda de embalagem papelão ondulado e papéis para embalagens ou reduzir os preços de mercado dos produtos, o que pode resultar em uma redução contínua das vendas, lucros operacionais e fluxos de caixa da Companhia;
- dificultar ou tornar custosos para a Companhia a obtenção de financiamento para suas operações, investimentos ou o refinanciamento de suas dívidas no futuro;
- fazer com que os financiadores da Companhia dificultem ou encareçam a obtenção de quaisquer concessões técnicas ou outras em contratos de dívidas, à medida que a Companhia procure obtê-los no futuro;
- prejudicar a situação financeira de alguns dos clientes, fornecedores ou contrapartes nos instrumentos derivativos da Companhia, aumentando as dívidas incobráveis dos clientes, ou o não desempenho por parte dos fornecedores ou contrapartes;
- reduzir o valor de alguns dos investimentos realizados pela Companhia; e
- prejudicar a viabilidade financeira dos seguros contratados pela Companhia.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado**5.2. Política de gerenciamento de riscos de mercado da Companhia, objetivos, estratégias e instrumentos:**

a) Riscos para os quais se busca proteção, b) estratégia de proteção patrimonial (hedge), c) instrumentos utilizados para a proteção patrimonial (hedge), d) parâmetros utilizados para o gerenciamento de riscos, e) instrumentos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial (hedge), f) estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos e g) adequação da estrutura operacional de controles internos para verificação da efetividade da política adotada
<p>a) A Companhia busca proteção em relação à exposição e à variação cambial e ao risco de liquidez dos mercados de crédito.</p> <p>b) 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>c) Eventualmente a Companhia utiliza derivativos cambiais (NDF, Swap, ou outro semelhante) buscando proteção do seu fluxo de caixa às variações cambiais. Em 31 de dezembro de 2014, a Companhia não tinha contratado nenhum instrumento financeiro derivativo a valor justo.</p> <p>Atualmente 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 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 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 no 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>d) 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.</p> <p>e) Não há além do informado no item c.</p> <p>f) A Companhia possui uma estrutura organizacional específica para o controle e gerenciamento de riscos, denominada Gestão de Riscos, que integra a Superintendência de Estratégia e Gestão (criada em 2013), ligada ao Diretor Presidente. Esta área está voltada à prática da gestão de riscos e controles internos, identificando os riscos corporativos e classificando-os conforme as perspectivas estratégias, operacionais, financeiras e de conformidade.</p> <p>g) 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. Alterações significativas nos principais riscos de mercado ou na política de gerenciamento de risco em relação ao último exercício social:

No último exercício social, não houve alterações significativas nos principais riscos de mercado ou no monitoramento de riscos adotado pela Companhia.

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

5.4. 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:

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 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. 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 com a 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 relação a 2013, o que contribuiu positivamente para o resultado líquido apresentado pela Companhia. O EBITDA Ajustado Consolidado foi de R\$ 153.483 mil, apresentando crescimento de 21,6% em 31 de dezembro de 2014 quando comparado a R\$ 126.210 mil em 31 de dezembro 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 3,61 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.

No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, a receita líquida de venda de bens e/ou serviços consolidada da Companhia foi de R\$ 604.241 mil, representando um crescimento de 25,0% em relação ao mesmo período de 2012. O lucro líquido consolidado da Companhia, em 2013, foi de R\$ 67.408 mil, 155,5% superior ao lucro líquido de 2012 que foi de R\$ 26.381 mil, principalmente em função do aumento nos volumes de vendas e os reflexos da adesão ao programa REFIS da Lei 11.941/09 na controlada São Roberto S.A. O EBITDA Ajustado Consolidado foi de R\$ 126.210 mil, apresentando incremento de 9,3% em 31 de dezembro de 2013 quando comparado a R\$ 115.422 mil em 31 de dezembro de 2012. Com isso a margem do EBITDA Ajustado Consolidado da Companhia foi de 20,9% em 2013 contra 23,9% em 2012. A relação dívida líquida/EBITDA Ajustado consolidada que era de 2,69 vezes em 2012, passou para 3,61 vezes em 2013, influenciada pelo aumento dos patamares de endividamento assumidos com a consolidação das operações da controlada São Roberto S.A. Em 31 de dezembro de 2013, 27,3% do total do endividamento consolidado da Companhia estava no curto prazo, no montante de R\$ 172.746 mil, conforme demonstrado no item 10.1. (f) abaixo, sendo que a soma do caixa e equivalentes de caixa e dos saldos de Bancos conta vinculada consolidados totalizavam R\$ 137.735 mil.

No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012, a receita líquida de venda de bens e/ou serviços consolidada da Companhia foi de R\$ 483.449 mil, representando um crescimento de 2,5% em relação ao mesmo período de 2011. O lucro líquido consolidado da Companhia, em 2012, foi de R\$ 26.381 mil, 182% superior ao lucro líquido de 2011 que foi de R\$ 9.354 mil. O EBITDA Ajustado Consolidado foi de R\$ 115.422 mil, apresentando incremento de 4,4% em 31 de dezembro de 2012 quando comparado a R\$ 110.536 mil em 31 de dezembro de 2011. Com isso a margem do EBITDA Ajustado consolidado da Companhia foi de 23,9% em 2012 contra 23,4% de 2011. A relação dívida líquida/EBITDA Ajustado consolidada que era de 2,58 vezes em 2011, passou para 2,69 vezes em 2012. Em 31 de dezembro de 2012, 29,0% do total do endividamento consolidado da Companhia estava no curto prazo, no montante de R\$ 118.251 mil, conforme demonstrado no item 10.1 (f) abaixo, sendo que a soma do caixa e equivalentes de caixa e dos saldos de Bancos conta vinculada do ativo circulante e não circulante consolidados totalizavam R\$ 97.853 mil. Em 30 de novembro de 2012, a Companhia realizou a 2ª emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações, através de distribuição pública com esforços restritos de colocação no valor de R\$ 60.000 mil com prazo de vencimento de 5 anos.

A Diretoria da Companhia entende que um índice de alavancagem operacional na casa das 2,5 vezes 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.

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

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

R\$ mil	31 de dezembro de 2014	31 de dezembro de 2013	31 de dezembro de 2012
Dívida Líquida Consolidada ⁽¹⁾	608.787	495.751	310.377
EBITDA Ajustado Consolidado ⁽²⁾	153.483	126.210	115.422
Dívida líquida Consolidada/ EBITDA Ajustado Consolidado	3,97	3,61 ⁽³⁾	2,69

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

(2) EBITDA Ajustado é calculado conforme item 3.2 (c) do Formulário de Referência.

(3) A Dívida Líquida/EBITDA Ajustado de 2013 é calculada com base no EBITDA proforma descrito abaixo.

Para o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2013, comparativamente ao exercício de 2012, apresentamos o EBITDA Ajustado proforma, que considera as operações da controlada São Roberto como se estivessem integradas à IRANI desde janeiro de 2013, a fim de capturar o resultado anualizado para fins de comparabilidade:

PROFORMA		
Consolidado (R\$ mil)	2013	2012
Resultado Operacional antes de tributos e participações	42.793	(1.008)
Exaustão	21.386	19.220
Depreciação e Amortização	40.180	50.978
Resultado Financeiro	63.840	79.738
EBITDA	168.199	148.928
<i>Margem EBITDA</i>	<i>24,1%</i>	<i>23,0%</i>
Ajustes conf. Inst.CVM 527/12		
EBITDA da operação descontinuada ⁽¹⁾	-	7.002
Variação do valor justo dos ativos biológicos ⁽²⁾	(20.107)	(36.767)
Stock Option/Participação dos administradores ⁽³⁾	8.073	3.308
Eventos Não Recorrentes ⁽⁴⁾	(18.810)	6.684
EBITDA Ajustado	137.355	129.155

¹ EBITDA da operação descontinuada: refere-se ao EBITDA gerado pela descontinuidade das operações da controlada Meu Móvel de Madeira – Comércio de Móveis e Decoração Ltda.

² Variação do valor justo dos ativos biológicos, por não significar geração de caixa no período.

³ Stock Option/Participação dos administradores: o stock option corresponde ao valor justo dos instrumentos e tem como contrapartida a Reserva de Capital no Patrimônio Líquido, e a participação dos administradores está relacionada à distribuição dos resultados da Companhia, sendo que nenhum dos dois representa desembolso de caixa no período.

⁴ Eventos não recorrentes referem-se a perda por *Impairment* de máquinas no valor de R\$ 4.590 mil, resultado positivo por adesão ao programa REFIS na controlada São Roberto S.A. no valor de R\$ 33.432 mil e, perda por outras movimentações de investimentos em controlada no valor de R\$ 2.248 mil.

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

b) estrutura de capital consolidada e possibilidade de resgate de ações ou quotas, indicando (i) hipóteses de resgate; (ii) fórmula de cálculo do valor de resgate

(R\$ mil) Dados Consolidados	Em 31.12.2014	ah %	Em 31.12.2013	ah %	Em 31.12.2012
Total de dívidas*	776.845	22,6	633.486	55,2	408.230
Caixa e equivalentes de caixa	165.985	22,9	135.005	39,3	96.922
Bancos conta vinculada*	2.073	(24,1)	2.730	193,2	931
Dívida líquida	608.787	22,8	495.751	59,7	310.377
Patrimônio líquido	497.625	1,9	488.241	7,5	454.005
Capital social realizado	151.895	29,9	116.895	12,4	103.976
Índice de endividamento líquido	1,22		1,02		0,68

*Total de dívidas: Composto por empréstimos e financiamentos, debêntures, CDCA e operação do CRI.

*Bancos conta vinculada (Banco do Brasil Nova York e Banco Credit Suisse Brasil): representam valores retidos para garantia de amortização de parcelas de empréstimo oriundas de pré pagamento de exportação firmado com Credit Suisse e aplicação financeira retida em garantia de Swap de Fluxo de Caixa, respectivamente.

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%, ou R\$ 9.384 mil, em relação ao patrimônio líquido consolidado em 31 de dezembro de 2013, principalmente em função 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.

O patrimônio líquido consolidado da Companhia em 31 de dezembro de 2013 era de R\$ 488.241 mil, o que significa um aumento de 7,5%, ou R\$ 34.236 mil, em relação ao patrimônio líquido consolidado em 31 de dezembro de 2012, principalmente em função do aumento de capital realizado pela controladora, e também, dos lucros gerados no exercício que tiveram parte retida no patrimônio líquido. Em 31 de dezembro de 2013, a dívida bruta consolidada da Companhia era de R\$ 633.486 mil, demonstrando uma estrutura de capital de 43,5% de capital próprio e 56,5% de capital de terceiros.

O patrimônio líquido consolidado da Companhia em 31 de dezembro de 2012 era de R\$ 454.005 mil, o que significa uma redução de 2,2%, ou R\$ 10.245 mil, em relação ao patrimônio líquido consolidado em 31 de dezembro de 2011, principalmente em função do pagamento de dividendos intermediários à conta de reserva de lucros existentes no balanço anual levantado em 31 de dezembro de 2011 no valor de R\$ 14,3 milhões e do pagamento do direito de recesso em decorrência da alteração das vantagens das ações preferenciais ocorrido em junho de 2013 no valor de R\$ 6,8 milhões. Em 31 de dezembro de 2012, a dívida bruta consolidada da Companhia era de R\$ 408.230 mil, demonstrando uma estrutura de capital de 52,7% de capital próprio e 47,3% de capital de terceiros.

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

Na data deste Formulário de Referência, o capital social da Companhia, totalmente subscrito e integralizado, é representado por 166.720.235 ações, dividido em 153.909.975 ações ordinárias e 12.810.260 ações preferenciais, todas nominativas escriturais e sem valor nominal. As ações foram desdobradas 1:20 conforme aprovado pela Assembleia Geral Extraordinária da Companhia em 19 de abril de 2012. Não há hipóteses de resgate de ações de emissão da Companhia além daquelas legalmente previstas.

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 quadro 10.1(a) acima, a relação dívida líquida/EBITDA Ajustado consolidada apresentou aumento, passando de 2,69 vezes em 31 de dezembro de 2012 para 3,61 vezes em 31 de dezembro de 2013. Em 31 de dezembro de 2014, a relação dívida líquida/EBITDA Ajustado foi de 3,97 vezes, influenciada pela execução do investimento na Máquina de Papel I e em função da valorização do dólar, que incrementou a parte da dívida denominada em dólar.

Em 31 de dezembro de 2014, os financiamentos e outros passivos consolidados a serem cumpridos no exercício de 2015 correspondem a um valor de R\$239.508 mil, enquanto a receita líquida de venda de bens e/ou serviços consolidada da Companhia no ano foi de R\$738.499 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\$324.065 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.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**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 prazo e longo prazos, junto a instituições financeiras e ao mercado de capitais. Alguns exemplos dessas operações são:

- Os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) emitidos pela Companhia em 20 de junho de 2011, no valor nominal de R\$90.000 mil em favor do Banco Itaú BBA S.A e do Banco Rabobank International Brasil S.A. Tais títulos estão vinculados aos direitos creditórios oriundos de Cédulas de Produto Rural (CPR) Física, emitidas pela controlada Iraflor Comércio de Madeiras Ltda. A credora de tais CPRs é a própria Companhia;
- Debêntures, não conversíveis em ações, emitidas em março de 2010, no valor de R\$100.000 mil;
- Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) emitidas em 2010 pela controlada Irani Trading S.A. e cedidas para a Brazilian Securities Companhia de Securitização, que então emitiu Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs). O preço da cessão foi de R\$40.833 mil. Os recursos desta operação realizada pela controlada Irani Trading S.A. foram repassados para a Companhia por meio da subscrição, pela Irani Trading S.A., de debêntures não conversíveis emitidas pela Companhia em 19 de agosto de 2010, no valor de R\$40.000 mil.
- Debêntures de 2ª emissão, não conversíveis em ações, emitidas em novembro de 2012, no valor de R\$ 60.000 mil.
- Debêntures da controlada São Roberto S.A., emitidas em maio de 2013 pela empresa Wave Participações S.A, no valor de R\$ 80.000 mil, esta incorporada de forma reversa pela São Roberto S.A. em novembro de 2013 e que passa a compor o saldo consolidado da Companhia. Em 2014, a Companhia aprovou a assunção desta dívida com a consequente transferência da totalidade dos direitos e obrigações das debêntures detidos pela então controlada São Roberto S.A.

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.

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

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

A tabela abaixo demonstra as dívidas brutas e líquida de curto e longo prazo, bem como o patrimônio líquido da Companhia nos períodos indicados:

Indicadores Econômicos Financeiros Consolidados (R\$ mil)	Em 31.12.2014	ah %	Em 31.12.2013	ah %	Em 31.12.2012
Dívidas de curto prazo					
Moeda Nacional	127.761	(5,5)	135.259	33,2	101.533
Moeda estrangeira	41.856	11,7	37.487	124,2	16.718
Total curto prazo	169.617	(1,8)	172.746	46,1	118.251
Dívidas de longo prazo					
Moeda Nacional	292.526	(12,4)	334.028	90,5	175.388
Moeda estrangeira	314.702	148,4	126.712	10,6	114.591
Total longo prazo	607.228	31,8	460.740	58,9	289.979
Total de dívidas ⁽¹⁾	776.845	22,6	633.486	55,2	408.230
(-) Disponibilidades ⁽²⁾	168.058	22,0	137.735	40,8	97.853
Dívida líquida	608.787	22,8	495.751	59,7	310.377
Patrimônio líquido	497.625	1,9	488.241	7,5	454.005
Capital social realizado	151.895	29,9	116.895	12,4	103.976

(1) Total de dívidas: Composto por empréstimos e financiamentos, Debêntures e operação de CRI.

(2) Disponibilidades: Composta por caixa, equivalentes de caixa e bancos conta vinculada Banco do Brasil Nova York e Banco Credit Suisse Brasil, que representam valores retidos para garantia de amortização de parcelas do pré pagamento de exportação firmado com Credit Suisse e aplicação financeira retida em garantia de Swap de Fluxo de Caixa, respectivamente.

Níveis de Endividamento

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. Em 31 de dezembro de 2013, o saldo da dívida bruta consolidada da Companhia era de R\$ 633.486 mil, dos quais R\$ 172.746 mil (27,3%) representavam dívidas de curto prazo e R\$ 460.740 mil (72,7%) dívidas de longo prazo. Em 31 de dezembro de 2012, o saldo da dívida bruta consolidada da Companhia era de R\$ 408.230 mil, dos quais R\$ 118.251 mil (29,0%) representavam dívidas de curto prazo e R\$ 289.979 mil (71,0%) dívidas de longo prazo.

A dívida líquida consolidada da Companhia (dívida bruta consolidada menos a soma do caixa e equivalentes de caixa e dos saldos de Bancos conta vinculada do ativo circulante e não circulante consolidados) foi de R\$ 608.787 mil em 31 de dezembro de 2014, R\$ 495.751 mil em 31 de dezembro de 2013 e R\$ 310.377 mil em 31 de dezembro de 2012.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**i) Contratos de empréstimos e financiamento relevantes**

A tabela abaixo mostra o endividamento bruto consolidado da Companhia em 31 de dezembro de 2014, 2013 e 2012.

(R\$ mil)	31.12.14	31.12.13	31.12.12
Circulante			
Moeda nacional			
FINAME	8.487	6.893	2.641
Capital de giro	40.832	47.073	33.288
Capital de giro - CDCA	20.675	16.490	16.306
Leasing financeiro	886	1.435	1.433
Debêntures	44.382	53.041	39.026
Cédula de Crédito Imobiliário - operação de CRI	-	-	8.839
BNDES	12.499	10.327	-
Total moeda nacional	127.761	135.259	101.533
Moeda estrangeira			
Leasing financeiro	-	-	2.839
Adiantamento de contrato de câmbio	20.074	12.175	8.490
Banco Itaú BBA – CCE	13.422	11.969	-
Banco Credit Suisse – PPE	750	5.535	738
Banco Santander (Brasil)	-	-	1.690
Banco do Brasil – FINIMP	1.735	2.151	1.329
Banco Citibank – FINIMP	2.883	3.017	1.632
Banco Santander – PPE	2.992	2.640	-
Total moeda estrangeira	41.856	37.487	16.718
Total do circulante	169.617	172.746	118.251
Não Circulante			
Moeda nacional			
FINAME	20.486	22.300	7.796
Capital de giro	121.056	98.049	18.880
Capital de giro – CDCA	36.085	54.070	66.741
Leasing financeiro	557	1.462	993
Debêntures	69.738	109.885	80.978
BNDES	44.604	48.262	-
Total moeda nacional	292.526	334.028	175.388
Moeda estrangeira			
Banco Itaú BBA – CCE	19.434	28.505	34.716
Banco Credit Suisse – PPE	101.331	83.172	75.051
Banco Santander (PPE)	8.816	10.367	-
Banco do Brasil – FINIMP	133	1.597	2.048
Banco Citibank – FINIMP	619	3.071	2.776
Banco Rabobank e Santander – PPE	184.369	-	-
Total moeda estrangeira	314.702	126.712	114.591
Total do não circulante	607.228	460.740	289.979
Total	776.845	633.486	408.230

Estão apresentados abaixo, os índices de atualização dos empréstimos, bem como sua exigibilidade e vencimento final de cada um, na data base 31 de dezembro de 2014.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniaisFinanciamentos em moeda nacional:

- a) Finame: A Companhia possui 48 contratos de repasse de linhas de Finame do BNDES celebrados com as seguintes instituições financeiras: Banco Votorantim S.A., 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., Daycoval S.A. e Banco Santander, no valor total de R\$ 28.973 mil. Todos estes contratos têm por objeto o financiamento de máquinas e equipamentos. Tais contratos estão sujeitos a taxas de juros médias de 4,38% a.a., com vencimento final em 2024. Todos os equipamentos financiados por meio da linha Finame estão onerados ao respectivo credor. Além disso, alguns dos agentes repassadores exigem garantias adicionais de imóveis de propriedade da Companhia. Em 31 de dezembro de 2014, os imóveis dados em garantia para tais credores representavam aproximadamente 534 hectares de terras da Companhia.
- b) Capital de Giro: A Companhia possui 15 contratos de financiamento para capital de giro com as seguintes instituições financeiras: Banco Safra S.A., Banco Bradesco S.A., Banco Itaú BBA S.A. e Banco Santander S.A., BANRISUL no valor total de R\$ 161.888 mil. Tais financiamentos estão sujeitos a taxas de juros médias de 11,77% a.a. com vencimento final no segundo semestre de 2019. Em garantia de tais operações, a Companhia cedeu fiduciariamente recebíveis, deu em penhor mercantil papel kraft e alienação fiduciária de imóveis e florestas, que, em 31 de dezembro de 2014, representavam R\$ 28.875 mil, R\$ 10.000 mil e R\$ 91.789 mil respectivamente.
- 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 Iraflor Comércio de Madeiras Ltda. A Companhia é a única credora destas CPRs. A remuneração consiste na variação do IPCA acrescido de 10,22% a.a. Principal e remuneração serão pagos em seis parcelas anuais a partir de junho de 2012. O custo de transação desta operação foi de R\$ 3.636 mil e sua taxa de juros efetiva (TIR) de 16,15%. Abaixo é apresentado o saldo dos custos de transação a serem apropriados ao resultado em cada exercício subsequente:

Ano	Principal
2015	484
2016	310
2017	108
	<u>902</u>

A Companhia constituiu as seguintes garantias reais que, em 31 de dezembro de 2014, representavam montante aproximado de R\$ 60.560 mil:

- Cessão Fiduciária em favor dos credores do CDCA sobre direitos creditórios oriundos da(s) CPR(s) - Cédula(s) de Produtor Rural vinculadas ao CDCA;
 - Hipoteca de imóveis da Companhia, equivalentes a 5.288 hectares de terras; e
 - Alienação fiduciária de ativos florestais (pinus e eucalyptus) de propriedade da Companhia e da controlada Iraflor Comércio de Madeiras Ltda., existentes sobre os imóveis objeto da hipoteca descrita acima.
- d) Leasing Financeiros: Companhia possui 22 contratos de leasing financeiros celebrados com as seguintes instituições financeiras: Banco Itaú leasing S.A., Toyota Leasing do Brasil S.A. e Banco De Lage Landen Brasil S.A. no valor total de R\$ 1.443 mil. Tais contratos estão sujeitos a taxas de juros médias de 14,49% a.a. com vencimento final no segundo semestre de 2018. Os equipamentos e veículos objetos de tais leasings foram dados em garantia às respectivas arrendadoras.
- 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\$ 58.589 mil, mantendo-se a garantia da hipoteca da unidade Vila Maria em São Paulo – SP, da negociação realizada 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. ocorrida em 30 de dezembro de 2014, a operação passa a ser devida pela Companhia.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**f) Debêntures:**

(f.1) **Primeira Emissão Pública 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, cuja colocação foi feita por meio de oferta pública com esforços restritos de distribuição. As debêntures vencerão em março de 2015. Sua amortização ocorre em oito parcelas semestrais, tendo o primeiro pagamento ocorrido em setembro de 2011. A remuneração consiste na variação do CDI acrescido de 5% a.a. Os juros são devidos em parcelas semestrais sem carência. Esta operação incorreu num custo de transação de R\$ 3.623 mil e sua taxa de juros efetiva (TIR) é de 16%. É apresentado abaixo o saldo dos custos de transação a serem apropriados ao resultado em cada exercício subsequente:

Ano	Principal
2015	231
	<u>231</u>

A Companhia constituiu as seguintes garantias reais em favor dos debenturistas, que em 31 de dezembro de 2014, representavam montante aproximado de R\$ 3.125 mil, conforme segue:

- Cessão fiduciária de direitos creditórios de titularidade da Companhia no valor de 25% do saldo devedor de principal das debêntures.

(f.2) **Primeira Emissão Privada de Debêntures da Companhia:** A Companhia emitiu privadamente, em 19 de agosto de 2010, debêntures simples, não conversíveis em ações, no valor de R\$ 40.000 mil. A totalidade das debêntures desta emissão foram subscritas pela controlada Irani Trading S.A. Elas venceriam em parcela única em agosto de 2015 e sua remuneração consistia na variação do IPCA acrescido de 6%. A remuneração seria paga juntamente com a amortização do valor nominal das debêntures em agosto de 2015. Com a incorporação da controlada Irani Trading S.A., em 30 de dezembro de 2014, esta operação deixou de existir. O saldo do custo de transação foi reconhecido no resultado do exercício de 2014 pelo valor de R\$ 631 mil. Esta emissão não contou com qualquer garantia.

(f.3) **Segunda Emissão Pública 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, cuja colocação foi feita por meio de oferta pública com esforços restritos de distribuição. As debêntures da segunda emissão vencerão em novembro de 2017. Sua amortização ocorrerá em cinco parcelas anuais, sendo o primeiro pagamento realizado em novembro de 2013. A remuneração consiste na variação do CDI acrescido de 2,75% ao ano. Esta operação incorreu em um custo de transação de R\$ 1.120 mil e sua taxa de juros efetiva (TIR) é de 10,62%. É apresentado abaixo o saldo dos custos de transação a serem apropriados ao resultado em cada exercício subsequente:

Ano	Principal
2015	251
2016	173
2017	87
	<u>511</u>

A Companhia constituiu as seguintes garantias reais em favor dos debenturistas, que em 31 de dezembro de 2014, representavam montante aproximado de R\$ 57.481 mil, conforme segue:

- Alienação fiduciária de imóveis de propriedade da Companhia (terras) em 1º grau no valor de R\$ 9.856 mil; e em 2º grau no valor de R\$ 31.252 mil.
- Penhor Agrícola de ativos florestais da Companhia; e
- Cessão fiduciária de direitos creditórios de titularidade da Companhia no valor de 25% do saldo devedor de principal das debêntures.

(f.4) **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 17 parcelas trimestrais, sendo o primeiro pagamento em 20 de maio de 2014 e o último em 20 de maio de 2018. A remuneração consiste na variação acumulada de 100% das taxas médias diárias dos Depósitos Interfinanceiros DI, capitalizada exponencialmente de spread de 4,75% a.a. até o vencimento. 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

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

São Roberto incorporou a Wave Participações, o valor da debênture constante na Wave Participações passou a compor o saldo da debênture agora da São Roberto e por consequência o saldo consolidado da Companhia. Esta operação incorreu em um custo de transação de R\$ 2.508 mil e sua taxa de juros efetiva (TIR) é de 13,57%. 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 cujo saldo remanescente era de R\$ 70.592 mil. 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.

É apresentado abaixo o saldo dos custos de transação a serem apropriados ao resultado em cada exercício subsequente:

Ano	Principal
2015	622
2016	461
2017	286
2018	97
	<u>1.466</u>

As Debêntures possuem garantias reais e fiduciária de bens e direitos da Indústria de Papel e Papelão São Roberto S.A., em favor do Agente Fiduciário:

- Alienação fiduciária de imóveis;
- Alienação fiduciária de equipamentos industriais da unidade industrial na cidade de Santa Luzia – MG;
- Cessão fiduciária de recebíveis, e
- Cessão fiduciária de 25% dos recebíveis durante a vigência da emissão das debêntures.

Financiamentos em moeda estrangeira:

Os financiamentos em moeda estrangeira em 31 de dezembro de 2014 estão atualizados pela variação cambial do dólar, e sobre os mesmos incidem juros médios de 6,41% a.a.

a) Adiantamentos Contrato de Câmbio (ACCs): A Companhia possui 3 contratos de adiantamento de contrato de câmbio celebrados com o Banco do Brasil S.A. e Banrisul, com saldo de US\$ 7.470 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 2015. Tais contratos estão sujeitos a taxas de juros médias de 3,23% a.a. A Companhia cedeu em garantia desta operação caução de recebíveis no valor de R\$ 6.465 mil.

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 com juros de 8% a.a. até 19 de fevereiro de 2009 e, a partir desta data, 9,90% a.a. 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 Swap Fluxo de Caixa, que incorreu em um custo de transação adicional de R\$ 2.550 mil. Sua taxa de juros efetiva (TIR) que era de 19,12%, após esta repactuação passou a ser de 12,31%. 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. Esta operação incorreu num custo de transação de R\$ 5.310 mil e com esta repactuação a taxa de juros efetiva (TIR) passou a ser 9,64%.

É apresentado abaixo o saldo dos custos de transação a serem apropriados ao resultado em cada exercício subsequente:

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

Ano	Principal
2015	977
2016	1.058
2017	1.086
2018	831
2019 em diante	417
	<u>4.369</u>

Após a celebração dos aditamentos, apenas as ações de emissão da Habitasul Florestal S.A. detidas pela Companhia, a cessão em garantia de recebíveis de exportação e contas correntes e as notas promissórias permaneceram em garantia da operação.

Neste aditamento, também foram ajustados alguns indicadores financeiros restritivos, que a partir desta data tem a seguinte estrutura:

- Dívida Líquida / Ebitda: (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 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 e; (vii) 3 vezes para os trimestres findos a partir de 31 de dezembro de 2015.
- Ebitda / Despesa Financeira: mantido em 2,00 vezes para os trimestres fiscais findos a partir de 30 de junho de 2012 até 2017.

Para o exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, a Companhia obteve waiver junto ao Banco Credit Suisse por não ter atendido o indicador financeiro Dívida Líquida/EBITDA.

c) Banco do Brasil – FINIMP: A Companhia celebrou em 26 de abril de 2012 e em 04 de abril de 2013 contratos de financiamento com o Banco do Brasil S.A., no valor de US\$ 2.672 mil e juros de LIBOR acrescido de 3,75% ao ano e no valor de US\$ 599 mil e juros de LIBOR acrescido de 2,5% ao ano, respectivamente. O principal e juros destes contratos são pagos em parcelas semestrais com vencimento final em 2016. Em garantia destas operações, a Companhia ofereceu alienação fiduciária dos equipamentos financiados.

d) Banco Citibank - FINIMP: A Companhia celebrou em 09 de agosto de 2012 contrato de financiamento com o Banco Citibank S.A., no valor de US\$ 3.824 mil e juros de LIBOR acrescido de 4,09% ao ano. O principal e juros deste contrato são pagos em parcelas trimestrais com vencimento final em 12 de maio de 2016. Em garantia desta operação, a Companhia ofereceu alienação fiduciária dos equipamentos financiados.

e) 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 e juros de CDI acrescido de 2,21% ao ano. O principal e juros deste contrato são pagos em parcelas semestrais com vencimento final em 23 de março de 2017. Como garantia desta operação, a Companhia cedeu fiduciariamente direitos creditórios de titularidade da Companhia no valor de 11,25% do saldo devedor de principal do contrato, além de hipoteca das matrículas 2479, 2481 e 8535. Na mesma data a Companhia contratou um Swap de Fluxo de Caixa, trocando os juros de CDI acrescido de 2,21% ao ano para a variação cambial do dólar mais 5,80% fixos ao ano. O valor em referência atribuído na data da contratação é equivalente a US\$ 21.990 mil.

f) 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 e juros de LIBOR 12 meses acrescido de 5,5% a.a. O principal e juros são pagos em parcelas anuais com vencimento final em 16 de novembro de 2018. Como garantia desta operação, a Companhia cedeu hipoteca das matrículas 8539, 210 e 1494, além de caução de recebíveis no valor de 4,7% do saldo devedor.

g) 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 e juros de LIBOR 3 meses acrescido de 5,95% ao ano. Os juros são pagos em parcelas trimestrais e o principal em parcelas semestrais após 1 ano de carência com vencimento final em 2021. Como garantia desta operação, foram oferecidas terras e florestas no valor de R\$ 110.411 mil.

ii) outras operações de longo prazo com instituições financeiras

Com exceção das relações constantes dos contratos acima descritos, a Companhia não mantém outras relações de longo prazo com instituições financeiras.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**iii) grau de subordinação entre as dívidas**

A Companhia e suas controladas ofereceram garantias reais para os credores descritos no item (i) deste Quadro 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 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 nos itens 10.1(a) deste Formulário.

i) Capital de Giro - CDCA, 1ª emissão de Debêntures, Banco Itau BBA - CCE, 2ª emissão de Debêntures, Banco Santander Brasil - PPE e 1ª emissão Debêntures simples Wave, Banco Rabobank e Santander - PPE:

- 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 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 2014, a Companhia obteve waiver junto aos credores por não ter atendido o indicador financeiro do item "b".

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

g) limites de utilização dos financiamentos já contratados

Em 31 de dezembro de 2014, a Companhia possuía aproximadamente R\$ 827.360 mil de limites de crédito, sendo que R\$ 776.845 mil estavam contratados e estão registrados na sua posição de endividamento naquela data.

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 2014, 2013 e 2012, as quais foram elaboradas de acordo com o BRGAAP e as IFRS e em atendimento às normatizações da CVM no Brasil.

1. DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADO

Comentários sobre alterações significativas verificáveis na comparação entre as demonstrações de resultado consolidados dos exercícios de 2014 e 2013

Dados consolidados	Exercício social encerrado em 31 de dezembro de (em milhares de R\$)		
	2014	ah%	2013
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	738.499	22,2	604.241
Custo dos produtos vendidos	(545.224)	24,5	(438.092)
Variação do valor justo dos ativos biológicos	29.416	46,3	20.107
LUCRO BRUTO	222.691	19,6	186.256
(DESPESAS) RECEITAS OPERACIONAIS			
Com vendas	(70.738)	33,2	(53.097)
Gerais e administrativas	(46.970)	4,4	(44.971)
Receitas (despesas) financeiras, líquidas	(71.339)	34,8	(52.928)
Outras receitas operacionais	11.158	(70,6)	38.006
Outras despesas operacionais	(10.139)	4,9	(9.667)
Participação dos administradores	(6.287)	(16,1)	(7.490)
LUCRO (PREJUÍZO) OPERACIONAL ANTES DOS EFEITOS TRIBUTÁRIOS	28.376	(49,4)	56.109
Imposto de renda e contribuição social corrente	(400)	(68,8)	(1.284)
Imposto de renda e contribuição social diferidos	28.603	127,3	12.585
Participação de acionistas minoritários	-	-	(2)
LUCRO LÍQUIDO DE OPERAÇÕES CONTINUADAS	56.579	(16,1)	67.408
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	56.579	(16,1)	67.408

Receita Líquida de Vendas

As receitas líquidas de vendas apresentaram incremento de 22,2%, sendo R\$ 738.499 mil em 2014 em relação a R\$ 604.241 mil em 2013, refletindo o aumento na receita de vendas de Embalagens de Papelão Ondulado provenientes da fábrica de Vila Maria – SP (antiga São Roberto) que, em 2013, consolidou na Companhia somente a partir de outubro. Dentre as principais variações na receita líquida de vendas da Companhia, destacam-se: (i) redução de 18,8% na receita líquida das vendas de Papel para Embalagens, de R\$ 239.546 mil em 2013 para R\$ 194.515 mil em 2014 devido as vendas de papel provenientes da planta arrendada de Santa Luzia-MG, que em 2013 compuseram a receita líquida da Companhia, e em 2014 deixaram de fazer parte, pois o papel foi transferido internamente para a operação Embalagem SP – Vila Maria; (ii) aumento 52,2% na receita líquida das vendas de embalagem de papelão ondulado, de R\$ 324.420 mil em 2013 para R\$ 493.627 mil em 2014. O segmento Florestal RS e Resinas registrou aumento de 25,0% na receita líquida das vendas, de R\$ 39.719 mil em 2013 para R\$ 49.631 mil em 2014. O preço médio por tonelada dos segmentos de (i) Embalagem Papelão Ondulado aumentou para R\$ 3.368/ton em 2014 em relação a R\$ 3.134/ton em 2013; e (ii) o segmento Papel para Embalagem registrou aumento de preços nos papéis para embalagens rígidas de R\$ 1.529/ton em 2013 para R\$ 1.568/ton em 2014, configurando um aumento de 2,6%, nos papéis para embalagens flexíveis, o aumento foi de 5,8% passando de R\$ 2.699/ton em 2013 para R\$ 2.856/ton em 2014. Os volumes de vendas do segmento

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

Embalagem Papelão Ondulado apresentaram acréscimo de 34,5% no período, de 148.486 ton em 2013 para 199.745 ton em 2014.

Em 2014, aproximadamente 67% da receita líquida da Companhia se originaram da venda de embalagens de papelão ondulado, as quais foram destinadas, principalmente, à indústria alimentícia e de consumo brasileira, superior ao ano de 2013. Outros 26% da receita líquida de 2014 da Companhia foram provenientes da venda de papel para seus clientes que convertem o papel por ela produzido em sacos e sacolas destinados ao comércio de varejo brasileiro, apresentando uma redução de 14 pontos percentuais em relação a 2013, decorrente da transferência interna de papel da fábrica de Santa Luzia (MG) para a operação Embalagem SP – Vila Maria. Em 2014, 87,2% da receita líquida da Companhia se referem a vendas para o mercado local, sendo o remanescente derivado de exportações para os mercados latino americano, asiático e europeu, comparado a 87,3% em 2013.

Custo dos produtos vendidos

O custo dos produtos vendidos aumentou 24,5%, sendo R\$ 545.224 mil em 2014 e R\$ 438.092 mil em 2013, devendo-se principalmente ao aumento das vendas. Como percentual da receita líquida de vendas, o custo dos produtos vendidos representou 73,8% em 2014 e 72,5% em 2013, um aumento de 1,3 pontos percentuais da receita líquida de vendas.

Variação do valor justo dos ativos biológicos

O resultado da variação do valor justo dos ativos biológicos da Companhia aumentou 46,3%, sendo R\$ 29.416 mil em 2014 e R\$ 20.107 mil em 2013, principalmente por conta do aumento nos preços da madeira em 2014, e também pelo incremento dos volumes das florestas no período.

Lucro Bruto

Como resultado do efeito do aumento da receita líquida de vendas e do valor justo dos ativos biológicos, o lucro bruto da Companhia aumentou 19,6%, para R\$ 222.691 mil em 2014 de R\$ 186.256 mil em 2013.

Despesas Operacionais**Com vendas**

As despesas operacionais com vendas aumentaram 33,2%, para R\$ 70.738 mil em 2014 contra os R\$ 53.097 mil em 2013, principalmente em função do aumento no volume total de vendas e aos reajustes naturais nas despesas, tais como, com pessoal e despesas variáveis de vendas (comissões e fretes). Como percentual da receita líquida de vendas, as despesas com vendas da Companhia representaram 9,6% da receita líquida consolidada, um pouco acima dos 8,8% registrados em 2013.

Gerais e Administrativas

As despesas operacionais gerais e administrativas aumentaram 4,4%, para R\$ 46.970 mil em 2014 em relação aos R\$ 44.971 mil em 2013. Este aumento foi gerado principalmente devido ao ajuste natural de despesas com pessoal no período. Como percentual da receita líquida de vendas, as despesas operacionais gerais e administrativas da Companhia reduziram de 7,4% em 2013 para 6,4% em 2014, uma redução de 1,0 ponto percentual da receita líquida de vendas.

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

(em milhares de R\$)	Exercício Social encerrado em	
	31.12.2014	31.12.2013
Receitas financeiras		
Rendimentos de aplicações financeiras	11.284	5.841
Juros	4.584	5.488
Descontos obtidos	351	504
	<u>16.219</u>	<u>11.833</u>
Variação cambial		
Variação cambial ativa	8.940	7.858
Variação cambial passiva	(12.109)	(9.495)
Variação cambial líquida	<u>(3.169)</u>	<u>(1.637)</u>
Despesas financeiras		
Juros	(82.080)	(61.824)
Descontos concedidos	(1.344)	(310)
Deságios/despesas bancárias	(110)	(164)
Outros	(855)	(826)
	<u>(84.389)</u>	<u>(63.124)</u>
Resultado financeiro líquido	<u>(71.339)</u>	<u>(52.928)</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\$ 16.219 mil em 2014, comparado com R\$ 11.833 mil em 2013, como resultado, principalmente, do aumento (i) dos rendimentos de aplicações financeiras que representaram R\$ 11.284 mil em 2014 e R\$ 5.841 mil em 2013 devido ao maior volume de recursos aplicados no período. A variação cambial é determinada pela oscilação do dólar (moeda em que alguns dos contratos financeiros da Companhia estão denominados ou indexados). A variação cambial líquida representou uma despesa de R\$ 3.169 mil em 2014, comparado a uma despesa de R\$ 1.637 mil em 2013, 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\$ 47.772 mil como Ajuste de Avaliação Patrimonial, no seu Patrimônio Líquido (*Hedge Accounting*). As despesas financeiras da Companhia aumentaram 33,7%, totalizando R\$ 84.389 mil, em relação aos R\$ 63.124 mil de 2013, principalmente em função do aumento dos juros reconhecidos no resultado neste exercício.

Sendo assim, o resultado financeiro da Companhia aumentou 34,8%, representando uma despesa de R\$ 71.339 mil em 2014, em relação à despesa de R\$ 52.928 mil em 2013. Como percentual da receita líquida de vendas, nosso resultado financeiro aumentou de 8,8% em 2013 para 9,7% em 2014, um aumento de 0,9 ponto percentual da receita líquida de vendas.

Outras receitas operacionais

(em milhares de R\$)	Exercício Social encerrado em	
	31.12.2014	31.12.2013
Receita de bens alienados e sinistrados	1.644	1.327
Reduções parcelamento (REFIS)	-	33.432
Outras receitas operacionais	9.514	3.247
	<u>11.158</u>	<u>38.006</u>

As outras receitas operacionais da Companhia apresentaram uma redução de 70,6%, passando para R\$ 11.158 mil em 2014, contra R\$ 38.006 mil em 2013, impactado principalmente pelos efeitos da adesão ao programa de REFIS da Lei 11.941/09 na controlada São Roberto S.A. no montante total de R\$ 33.432 mil em 2013, o que não ocorreu nos mesmos níveis em 2014.

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

(em milhares de R\$)	Exercício Social encerrado em	
	31.12.2014	31.12.2013
Custo dos bens alienados e sinistrados	(1.223)	(5.119)
Outras despesas operacionais	(8.916)	(3.965)
Pagamento baseado em ações	-	(583)
	<u>(10.139)</u>	<u>(9.667)</u>

As outras despesas operacionais da Companhia aumentaram 4,9%, para R\$ 10.139 mil em 2014, em relação aos R\$ 9.667 mil em 2013, em função, principalmente, de resultado negativo por adesão ao REFIS no exercício de 2014 que foi de R\$ 4.275 mil.

Participação dos administradores

A despesa com participação dos administradores reduziu 16,1%, para R\$ 6.287 mil em 2014, contra R\$ 7.490 mil em 2013. A participação dos administradores é destacada com base na previsão estatutária equivalente a 10% 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 reduziu 49,4%, totalizando R\$ 28.376 mil, em relação aos R\$ 56.109 mil em 2013. A redução foi em função de que em 2013 foram reconhecidos ganhos com o parcelamento de REFIS na controlada São Roberto no resultado operacional da Companhia que não ocorreram em 2014.

Lucro líquido do exercício

Como resultado do exposto acima, o lucro líquido da Companhia totalizou R\$ 56.579 mil no exercício encerrado em 2014, 16,1% menor que os R\$ 67.408 mil no mesmo período de 2013. O resultado de 2013 foi impactado pelos reflexos da adesão ao programa REFIS da Lei 11.941.09, o que não ocorreu em 2014 nos mesmos níveis, por outro lado, a variação do valor justo dos ativos biológicos cresceu 46,3% no ano de 2014 em relação a 2013, o que contribuiu positivamente para o resultado líquido da Companhia. A margem líquida foi de 7,7% em 2014, contra 11,2% apurada em 2013.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Comentários sobre alterações significativas verificáveis na comparação entre as demonstrações de resultado consolidados dos exercícios de 2013 e 2012**

Dados consolidados	Exercício social encerrado em 31 de dezembro de (em milhares de R\$)		
	2013	ah%	2012
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	604.241	25,0	483.449
Custo dos produtos vendidos	(438.092)	24,4	(352.251)
Variação do valor justo dos ativos biológicos	20.107	(45,3)	36.767
LUCRO BRUTO	186.256	10,9	167.965
(DESPESAS) RECEITAS OPERACIONAIS			
Com vendas	(53.097)	23,8	(42.897)
Gerais e administrativas	(44.971)	10,6	(40.653)
Receitas (despesas) financeiras, líquidas	(52.928)	5,1	(50.351)
Outras receitas operacionais	38.006	1.187,5	2.952
Outras despesas operacionais	(9.667)	5,2	(9.190)
Participação dos administradores	(7.490)	155,5	(2.931)
LUCRO (PREJUÍZO) OPERACIONAL ANTES DOS EFEITOS TRIBUTÁRIOS	56.109	125,4	24.895
Imposto de renda e contribuição social corrente	(1.284)	28,8	(997)
Imposto de renda e contribuição social diferidos	12.585	(713,3)	(2.052)
Participação de acionistas minoritários	(2)	-	(2)
LUCRO LÍQUIDO DE OPERAÇÕES CONTINUADAS	67.408	208,6	21.844
RESULTADO LÍQUIDO DE OPERAÇÃO DESCONTINUADA	-	-	4.537
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	67.408	155,5	26.381

Receita Líquida de Vendas

As receitas líquidas de vendas apresentaram incremento de 25,0%, sendo R\$ 604.241 mil em 2013 em relação a R\$ 483.449 mil em 2012, impactadas positivamente principalmente pelo incremento nas vendas de papel para embalagens provenientes da fábrica arrendada de Santa Luzia (MG) e as vendas de embalagens de papelão ondulado da São Roberto a partir de outubro de 2013. Dentre as principais variações na receita líquida de vendas da Companhia, destacam-se aumento de aproximadamente: (i) 49,1% na receita líquida das vendas de Papel para Embalagens, de R\$160.680 mil em 2012 para R\$239.546 mil em 2013; (ii) 15,2% na receita líquida das vendas de embalagem de papelão ondulado, de R\$281.639 mil em 2012 para R\$324.420 mil em 2013. O segmento Florestal RS e Resinas registrou redução de 2,6% na receita líquida das vendas, de R\$40.761 mil em 2012 para R\$39.719 mil em 2013. O preço médio por tonelada dos segmentos de (i) Embalagem Papelão Ondulado aumentou para R\$ 3.134/ton em 2013 em relação a R\$ 2.963/ton em 2012; e (ii) o segmento Papel para Embalagem registrou aumento de preços nos papéis para embalagens rígidas de R\$ 1.386/ton em 2012 para R\$ 1.574/ton em 2013, configurando um aumento de 13,6%, nos papéis para embalagens flexíveis, o aumento foi de 6,1% passando de R\$2.545/ton em 2012 para R\$2.699/ton em 2013. Os volumes de vendas do segmento Embalagem Papelão Ondulado apresentaram acréscimo de 17,5% no período, de 126.340 ton em 2012 para 148.486 ton em 2013.

Em 2013, aproximadamente 54% da receita líquida da Companhia se originaram da venda de embalagens de papelão ondulado, as quais foram destinadas, principalmente, à indústria alimentícia e de consumo brasileira, ligeiramente inferior ao ano de 2012. Outros 40% da receita líquida de 2013 da Companhia foram provenientes da venda de papel para seus clientes que convertem o papel por ela produzido em sacos e sacolas destinados ao comércio de varejo brasileiro, apresentando um incremento de 6 pontos percentuais em relação a 2012, decorrente da ampliação da capacidade de produção com o arrendamento da fábrica de Santa

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

Luzia (MG). Em 2013, aproximadamente 87,3% da receita líquida da Companhia se referem a vendas para o mercado local, sendo o remanescente derivado de exportações para os mercados latino americano, asiático e europeu, comparado a 87,1% em 2012.

Custo dos produtos vendidos

O custo dos produtos vendidos aumentou 24,4%, sendo R\$ 438.092 mil em 2013 e R\$ 352.251 mil em 2012, devendo-se principalmente ao aumento das vendas. Como percentual da receita líquida de vendas, o custo dos produtos vendidos representou 72,5% em 2013 e 72,9% em 2012, uma redução de 0,4 pontos percentuais da receita líquida de vendas.

Variação do valor justo dos ativos biológicos

O resultado da variação do valor justo dos ativos biológicos da Companhia reduziu 45,3%, sendo R\$ 20.107 mil em 2013 e R\$ 36.767 mil em 2012, principalmente por conta da estabilidade nos preços da madeira em 2013, enquanto no ano de 2012 houve aumento e ainda pelo aumento das taxas de desconto utilizadas na determinação do valor justo dos ativos biológicos.

Lucro Bruto

Como resultado do efeito do aumento da receita líquida de vendas, o lucro bruto da Companhia aumentou 10,9%, para R\$ 186.256 mil em 2013 de R\$ 167.965 mil em 2012.

Despesas Operacionais**Com vendas**

As despesas operacionais com vendas aumentaram aproximadamente 23,8%, para R\$ 53.097 mil em 2013 contra os R\$ 42.897 mil registrados em 2012, principalmente em função do aumento no volume total de vendas e aos reajustes naturais nas despesas, tais como, com pessoal e despesas variáveis de vendas (comissões e fretes). Como percentual da receita líquida de vendas, as despesas com vendas da Companhia permaneceram estáveis de 8,9% em 2012 para 8,8% em 2013.

Gerais e Administrativas

As despesas operacionais gerais e administrativas aumentaram aproximadamente 10,6%, para R\$ 44.971 mil em 2013 em relação aos R\$ 40.653 mil em 2012. Este aumento foi gerado principalmente devido ao ajuste natural de despesas com pessoal no período, que tem maior representatividade neste grupo e por adequações de equipe. Como percentual da receita líquida de vendas, as despesas operacionais gerais e administrativas da Companhia reduziram de 8,4% em 2012 para 7,4% em 2013, uma redução de 1,0 ponto percentual da receita líquida de vendas.

Receitas (despesas) financeiras, líquidas (Resultado Financeiro)

(em milhares de R\$)	Exercício Social encerrado em	
	31.12.2013	31.12.2012
Receitas financeiras		
Rendimentos de aplicações financeiras	5.841	5.646
Juros	5.488	1.134
Descontos obtidos	504	301
	<u>11.833</u>	<u>7.081</u>
Variação cambial		
Variação cambial ativa	7.858	12.258
Variação cambial ativa - derivativos a valor justo	-	199
Variação cambial passiva	(9.495)	(17.358)
Variação cambial passiva - derivativos a valor justo	-	(486)
Variação cambial líquida	<u>(1.637)</u>	<u>(5.387)</u>
Despesas financeiras		
Juros	(61.824)	(51.008)
Descontos concedidos	(310)	(83)
Deságios/despesas bancárias	(164)	(255)
Outros	(826)	(699)
	<u>(63.124)</u>	<u>(52.045)</u>
Resultado financeiro líquido	<u>(52.928)</u>	<u>(50.351)</u>
Resultado Financeiro Líquido da Operação Descontinuada	-	(193)

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

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\$ 11.833 mil em 2013, comparado com R\$ 7.081 mil em 2012, como resultado, principalmente, do aumento (i) dos rendimentos de aplicações financeiras que representaram R\$ 5.841 mil em 2013 e R\$ 5.646 mil em 2012 devido ao maior volume de recursos aplicados no período; e (ii) dos juros cobrados de clientes no período, de R\$ 5.488 mil em 2013, contra R\$ 1.134 mil em 2012. A variação cambial é determinada pela oscilação do dólar e do euro (moedas em que alguns dos contratos financeiros da Companhia estão denominados ou indexados). A variação cambial líquida representou uma despesa de R\$ 1.637 mil em 2013, comparado a uma despesa de R\$ 5.387 mil em 2012, 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\$ 16.353 mil como Ajuste de Avaliação Patrimonial, no seu Patrimônio Líquido (Hedge Accounting). As despesas financeiras da Companhia aumentaram 21,3%, totalizando R\$ 63.124 mil, em relação aos R\$ 52.045 mil de 2012, principalmente em função do aumento dos juros reconhecidos no resultado neste exercício.

Sendo assim, o resultado financeiro da Companhia aumentou 5,1%, representando uma despesa de R\$ 52.928 mil em 2013, em relação à despesa de R\$ 50.351 mil em 2012. Como percentual da receita líquida de vendas, nosso resultado financeiro reduziu de 10,4% em 2012 para 8,8% em 2013, uma redução de 1,6 ponto percentual da receita líquida de vendas.

Outras receitas operacionais

(em milhares de R\$)	Exercício Social encerrado em	
	31.12.2013	31.12.2012
Receita de bens alienados	1.327	235
Reduções parcelamento (REFIS)	33.432	-
Outras receitas operacionais	3.247	2.717
	<u>38.006</u>	<u>2.952</u>

As outras receitas operacionais da Companhia apresentaram um incremento significativo de 1.187,5%, passando para R\$ 38.006 mil em 2013, contra R\$ 2.952 mil em 2012, impactado principalmente pelos efeitos da adesão ao programa de REFIS da Lei 11.941/09 na controlada São Roberto S.A. no montante total de R\$ 33.432 mil, representado por R\$ 21.447 mil de reduções previstas na Lei, R\$ 12.121 mil de ajuste a valor presente do saldo do parcelamento, menos R\$ 136 mil de despesas de estruturação do REFIS.

Outras despesas operacionais

(em milhares de R\$)	Exercício Social encerrado em	
	31.12.2013	31.12.2012
Custo dos bens sinistrados e alienados	(5.119)	(1.022)
Outras despesas operacionais	(3.965)	(7.791)
Pagamento baseado em ações	(583)	(377)
	<u>(9.667)</u>	<u>(9.190)</u>

As outras despesas operacionais da Companhia aumentaram 5,2%, para R\$ 9.667 mil em 2013, em relação aos R\$ 9.190 mil em 2012, em função, principalmente, de perda pela não recuperabilidade de imobilizado (impairment) na controlada São Roberto S.A.

Participação dos administradores

A despesa com participação dos administradores aumentou 155,5%, para R\$ 7.490 mil em 2013, contra R\$ 2.931 mil em 2012. A participação dos administradores é destacada com base na previsão estatutária equivalente a 10% 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, em especial quanto a performance operacional positiva e, principalmente pelos ganhos obtidos na adesão ao Refis IV na controlada São Roberto, o lucro operacional antes dos efeitos tributários da Companhia

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

aumentou 125,4%, totalizando R\$ 56.109 mil, em relação aos R\$ 24.895 mil em 2012.

Lucro líquido do exercício

Como resultado do exposto acima, o lucro líquido da Companhia totalizou R\$ 67.408 mil no exercício encerrado em 2013, 155,5% maior que os R\$ 26.381 mil no mesmo período de 2012. A margem líquida foi de 11,2% em 2013, contra 5,5% apurada em 2012.

2. BALANÇOS PATRIMONIAIS

Comentários sobre alterações significativas verificáveis na comparação entre os balanços patrimoniais consolidados da Companhia nos exercícios sociais de 2014 e 2013.

Ativo

ATIVO (em milhares de R\$)	31.12.2014	ah%	31.12.2013
CIRCULANTE			
Caixa e equivalentes de caixa	165.985	22,9	135.005
Contas a receber de clientes	129.922	(0,0)	129.970
Estoques	62.649	3,0	60.838
Impostos a recuperar	7.094	(8,1)	7.721
Bancos conta vinculada	2.073	(24,1)	2.730
Outros ativos	28.763	146,4	11.672
	<u>396.486</u>	<u>14,0</u>	<u>347.936</u>
NÃO CIRCULANTE			
Realizável a longo prazo			
Impostos a recuperar	3.625	-	3.625
Depósitos Judiciais	1.185	5,6	1.122
Outros ativos	2.457	(67,4)	7.542
Partes relacionadas	1.093	8,8	1.005
Propriedade para investimento	4.087	-	-
Imobilizado	875.472	(1,5)	888.403
Intangível	112.811	(0,3)	113.163
Ativos biológicos	281.621	4,8	268.725
	<u>1.282.351</u>	<u>(0,1)</u>	<u>1.283.585</u>
TOTAL DO ATIVO	<u>1.678.837</u>	2,9	<u>1.631.521</u>

Os ativos totais consolidados da Companhia sofreram aumento de 2,9%, totalizando R\$ 1.678.837 mil em 2014, em comparação com R\$ 1.631.521 mil em 2013, explicado principalmente pelas variações nas rubricas comentadas abaixo:

Caixa e equivalentes de caixa

(em milhares de R\$)		
	<u>31.12.2014</u>	<u>31.12.2013</u>
Fundo fixo	30	31
Bancos	4.411	3.602
Aplicações financeiras de liquidez imediata	161.544	131.372
	<u>165.985</u>	<u>135.005</u>

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

O saldo do caixa e equivalentes de caixa apresentaram um crescimento de 22,9%, totalizando R\$ 165.985 mil em 2014, contra os R\$ 135.005 mil em 2013, justificado, principalmente, pelo maior volume de recursos em aplicações financeiros oriundos de captações realizadas em 2014. As aplicações financeiras foram feitas em renda fixa (CDB) e remuneradas a uma taxa média de 101,29% do CDI.

Contas a receber de clientes

As contas a receber de clientes da Companhia mantiveram-se estáveis, totalizando R\$ 129.922 mil em 2014, em comparação com R\$ 129.970 mil em 2013.

(em milhares de R\$)	31.12.2014	31.12.2013
Contas a receber de:		
Clientes - mercado interno	133.171	134.720
Clientes - mercado externo	11.245	9.229
	<u>144.416</u>	<u>143.949</u>
Provisão para créditos de liquidação duvidosa	(14.494)	(13.979)
	<u>129.922</u>	<u>129.970</u>

A composição das contas a receber por idade de vencimento é como segue:

(em milhares de R\$)	31.12.2014	31.12.2013
A vencer	110.364	118.386
Vencidos até 30 dias	10.629	8.029
Vencidos de 31 a 60 dias	3.719	1.714
Vencidos de 61 a 90 dias	1.719	385
Vencidos de 91 a 180 dias	1.698	639
Vencidos há mais de 180 dias	16.287	14.796
	<u>144.416</u>	<u>143.949</u>

Estoques

Os estoques da Companhia totalizaram R\$ 62.649 mil em 2014, em comparação com R\$ 60.838 mil em 2013, uma elevação de 3,0%. A Diretoria da Companhia entende que os níveis de estoques apresentados se mantêm em patamares compatíveis com as operações.

(em milhares de R\$)	31.12.2013	31.12.2013
Produtos acabados	7.763	7.118
Materiais de produção	32.025	33.037
Materiais de consumo	20.272	19.795
Outros estoques	3.126	888
	<u>63.186</u>	<u>60.838</u>
Redução ao valor realizável líquido	(537)	-
	<u>62.649</u>	<u>60.838</u>

Bancos Conta Vinculada

O ativo bancos conta vinculada sofreu redução de 24,1%, totalizando R\$ 2.073 mil em 2014, em comparação com R\$ 2.730 mil em 2013, devido a adequação dos níveis de garantias das operações da controlada São Roberto não havendo mais a necessidade de manutenção de títulos retidos em conta vinculada.

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

(em milhares de R\$)		
	<u>31.12.2014</u>	<u>31.12.2013</u>
Banco do Brasil - Nova York	2.073	1.161
Banco Itaú	-	1.569
Total circulante	<u>2.073</u>	<u>2.730</u>

Banco do Brasil – Nova York / Estados Unidos da América - representado por valores 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 2015. 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 é referente a saldos de contas de títulos recebidos em uma determinada data e que serão transferidas automaticamente para a conta corrente após o envio de novos títulos para cobrança bancária.

Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos – Ativo e Passivo

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 2013 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, ajustados pela revisão da vida útil do imobilizado, tratado como RTT (Regime Tributário de Transição) e registrado nesta mesma conta. 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 49,5%, totalizando R\$ 43.525 mil em 2014, em comparação com R\$ 29.119 mil em 2013, 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 4,5%, totalizando R\$ 240.349 mil em 2014, em comparação com R\$ 251.792 mil em 2013, basicamente devido ao valor reconhecido sobre a variação do valor justo dos ativos biológicos conforme abaixo:

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

ATIVO (em milhares de R\$)	<u>31.12.2014</u>	<u>31.12.2013</u>
Imposto de renda diferido ativo		
Sobre provisões temporárias	11.037	13.539
Sobre prejuízo fiscal	2.614	1.462
Hedge de fluxo de caixa	18.353	6.410
Contribuição social diferida ativa		
Sobre provisões temporárias	3.973	4.873
Sobre prejuízo fiscal	941	527
Hedge de fluxo de caixa	6.607	2.308
	<u>43.525</u>	<u>29.119</u>
PASSIVO	<u>31.12.2014</u>	<u>31.12.2013</u>
Imposto de renda diferido passivo		
Variação cambial a realizar pelo regime de caixa	1.793	1.303
Juros s/debêntures	-	3.810
Valor justo dos ativos biológicos	37.817	36.737
Custo atribuído do ativo imobilizado e revisão da vida útil	130.451	137.495
Subvenção governamental	763	631
Ajuste a valor presente	-	3.030
Carteira de clientes	1.383	1.574
Marca	327	327
Amortização ágio fiscal	3.892	-
Contribuição social diferida passiva		
Variação cambial a realizar pelo regime de caixa	645	469
Juros s/debêntures	-	1.372
Valor justo dos ativos biológicos	13.997	13.544
Custo atribuído do ativo imobilizado e revisão da vida útil	46.991	49.498
Subvenção governamental	275	227
Ajuste a valor presente	-	1.091
Carteira de clientes	495	566
Marca	118	118
Amortização ágio fiscal	1.402	-
	<u>240.349</u>	<u>251.792</u>
Passivo de imposto diferido (líquido)	<u>196.824</u>	<u>222.673</u>
Ativo Biológico		
<p>Os ativos biológicos da Companhia aumentaram 4,8% totalizando R\$ 281.621 mil em 2014, em comparação com R\$ 268.725 mil em 2013 e compreendem principalmente o cultivo e plantio de florestas de <i>pinus</i> 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.</p> <p>Os saldos dos ativos biológicos da Companhia foram atualizados a valor justo, em decorrência do atendimento pela Companhia das normas do IFRS, por meio de avaliações preparadas por empresa especializada. Os valores estão assim compostos:</p>		

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

(em milhares de R\$)			
	31.12.2014		31.12.2013
Custo de formação dos ativos biológicos	55.681		53.724
Diferencial dos ativos biológicos a valor justo	225.940		215.001
	<u>281.621</u>		<u>268.725</u>
Passivo e Patrimônio Líquido			
PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	31.12.2014	ah%	31.12.2013
(em milhares de R\$)			
CIRCULANTE			
Captações	125.235	4,6	119.705
Debêntures	44.382	(16,3)	53.041
Fornecedores	65.239	(28,0)	90.575
Obrigações sociais e previdenciárias	40.440	24,3	32.534
Obrigações tributárias	19.880	46,3	13.591
IR e CSLL a pagar	787	3,4	761
Parcelamentos tributários	2.309	(77,5)	10.260
Adiantamento de clientes	2.538	56,9	1.618
Dividendos a pagar	12.964	(34,4)	19.772
Outras contas a pagar	15.946	2,8	15.518
	<u>329.720</u>	<u>(7,7)</u>	<u>357.375</u>
NÃO CIRCULANTE			
Exigível a longo prazo			
Captações	537.490	53,2	350.855
Debêntures	69.738	(36,5)	109.885
Provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários	32.482	(26,3)	44.078
Parcelamentos tributários	3.665	(90,9)	40.159
Obrigações Tributárias	11.293	(33,2)	16.911
Outras contas a pagar	-	-	1.344
Imposto de renda e contribuição social diferidos	196.824	(11,6)	222.673
	<u>851.492</u>	<u>8,3</u>	<u>785.905</u>
PATRIMÔNIO LÍQUIDO			
Capital social	151.895	29,9	116.895
Pagamento baseado em ações	960	-	960
Ações em tesouraria	(6.834)	-	(6.834)
Reserva legal	2.829	(45,1)	5.156
Reserva de ativos biológicos	60.555	(6,9)	65.047
Ajustes de avaliação patrimonial	178.617	(18,5)	219.094
Reserva de retenção de lucros	105.069	19,5	87.911
Reserva de incentivos fiscais	4.520	-	-
PATRIMÔNIO LÍQUIDO ATRIBUÍVEL AOS			
ACIONISTAS CONTROLADORES	<u>497.611</u>	<u>1,9</u>	<u>488.229</u>
PARTICIPAÇÃO DOS NÃO CONTROLADORES	<u>14</u>	<u>16,7</u>	<u>12</u>
	<u>497.625</u>	<u>1,9</u>	<u>488.241</u>
TOTAL DO PASSIVO E DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	<u>1.678.837</u>	<u>2,9</u>	<u>1.631.521</u>

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

O passivo e patrimônio líquido totais consolidados da Companhia sofreram aumento de 2,9%, totalizando R\$ 1.678.837 mil em 2014, em comparação com R\$ 1.631.521 mil em 2013, explicado principalmente pelas variações nas rubricas comentadas abaixo:

Passivo**Captações**

O saldo da conta captações apresentou incremento de 4,6% no curto prazo, totalizando R\$ 125.235 mil em 2014, contra os R\$ 119.705 mil em 2013, e aumento de 53,2% no longo prazo, totalizando R\$ 537.490 mil em 2014, contra R\$ 350.855 mil em 2013. 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 redução de 28,0%, atingindo R\$ 65.239 mil em 2014, contra os R\$ 90.575 mil em 2013. A variação decorre principalmente da redução de estoques de ativo imobilizado adquiridos em 2013 para o projeto de reforma da máquina de papel 1.

(em milhares de R\$)

CIRCULANTE	31.12.2014	31.12.2013
Interno		
Materiais	46.860	59.739
Ativo imobilizado	825	15.097
Prestador de serviços	5.895	5.446
Transportadores	11.103	8.514
Ativo imobilizado em remessa	220	1.165
Consignação	66	66
Externo		
Materiais	270	548
	<u>65.239</u>	<u>90.575</u>

Parcelamentos Tributários

Os saldos dos parcelamentos tributários sofreram redução em virtude da liquidação do parcelamento do Refis Receita Federal e do INSS Patronal. O parcelamento de ICMS teve redução em 2014 em função do pagamento das parcelas.

(em milhares de R\$)

CIRCULANTE	<u>31.12.2014</u>	<u>31.12.2013</u>
Parcelamento REFIS Receita Federal	-	5.825
Parcelamento ICMS	2.281	3.569
Parcelamento INSS Patronal	-	811
Parcelamento FNDE	28	28
Parcelamento ITR	-	27
	<u>2.309</u>	<u>10.260</u>
NÃO CIRCULANTE	<u>31.12.2014</u>	<u>31.12.2013</u>
Parcelamento REFIS Receita Federal	-	34.925
Parcelamento ICMS	3.635	4.905
Parcelamento INSS Patronal	-	271
Parcelamento FNDE	30	58
	<u>3.665</u>	<u>40.159</u>

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários**

O saldo da provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários apresentou redução de 26,3%, atingindo R\$ 32.482 mil em 2014, contra os R\$ 44.078 mil em 2013. 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>31.12.2014</u>	<u>31.12.2013</u>
Provisão cíveis	1.113	1.326
Provisão trabalhistas	4.186	5.566
Provisão tributárias	<u>27.183</u>	<u>37.186</u>
	<u>32.482</u>	<u>44.078</u>
Depósitos Judiciais	1.185	1.122
Parcela do circulante	-	-
Parcela do não circulante	32.482	44.078

Patrimônio Líquido

As principais variações nas contas do patrimônio líquido entre os exercícios findos em 31 de dezembro de 2014 e 2013 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 Reserva de Retenção de Lucros no montante de R\$ 35.000 mil aprovado na Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária de 16 de abril de 2014.

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 2014, o valor destinado para constituição desta reserva foi de R\$ 2.829 mil e em 2013 foram destinados R\$ 3.369 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 2014 é de R\$ 60.555 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 2014, o saldo desta reserva é de R\$ 105.069 mil e em 2013, o saldo era de R\$ 87.911 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\$ 4.520 mil. A Administração está propondo à Assembleia Geral a criação da Reserva de Incentivos Fiscais em seu

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

estatuto social.

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.

Comentários sobre alterações significativas verificáveis na comparação entre os balanços patrimoniais consolidados da Companhia nos exercícios sociais de 2013 e 2012.

Ativo

ATIVO (em milhares de R\$)	31.12.2013	ah%	31.12.2012
CIRCULANTE			
Caixa e equivalentes de caixa	135.005	39,3	96.922
Contas a receber de clientes	129.970	34,3	96.781
Estoque	60.838	59,6	38.110
Impostos a recuperar	7.721	89,1	4.083
Bancos conta vinculada	2.730	193,2	931
Outros ativos	11.672	(9,1)	12.845
	<u>347.936</u>	<u>39,4</u>	<u>249.672</u>
NÃO CIRCULANTE			
Realizável a longo prazo			
Impostos a recuperar	3.625	31,1	2.766
Depósitos Judiciais	1.122	77,5	632
Outros ativos	7.542	(18,2)	9.218
Partes relacionadas	1.005	(35,3)	1.553
Imobilizado	888.403	30,7	679.734
Intangível	113.163	9.152,9	1.223
Ativos biológicos	268.725	2,1	263.292
	<u>1.283.585</u>	<u>33,9</u>	<u>958.418</u>
TOTAL DO ATIVO	<u>1.631.521</u>	<u>35,0</u>	<u>1.208.090</u>

Os ativos totais consolidados da Companhia sofreram aumento de 35,0%, totalizando R\$1.631.521 mil em 2013, em comparação com R\$1.208.090 mil em 2012, explicado principalmente pelas variações nas rubricas comentadas abaixo:

Caixa e equivalentes de caixa

(em milhares de R\$)		
	<u>31.12.2013</u>	<u>31.12.2012</u>
Fundo fixo	31	21
Bancos	3.602	1.373
Aplicações financeiras	<u>131.372</u>	<u>95.528</u>
	<u>135.005</u>	<u>96.922</u>

O saldo do caixa e equivalentes de caixa apresentaram um crescimento de 39,3%, totalizando R\$135.005 mil em 2013, contra os R\$96.922 mil em 2012, justificado, principalmente, pelo maior volume de recursos em aplicações financeiros oriundos de captações realizadas em 2013. As aplicações financeiras foram feitas em renda fixa (CDB) e remuneradas a uma taxa média de 99,32% do CDI.

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

As contas a receber de clientes da Companhia sofreram aumento de 34,3%, totalizando R\$129.970 mil em 2013, em comparação com R\$96.781 mil em 2012. Este crescimento está diretamente relacionado ao crescimento da receita de vendas verificado em 2013, e também, a incorporação dos saldos de contas a receber da controlada São Roberto S.A. ao final do ano.

(em milhares de R\$)	<u>31.12.2013</u>	<u>31.12.2012</u>
Contas a receber de:		
Clientes - mercado interno	134.720	95.252
Clientes - mercado externo	9.229	8.447
	<u>143.949</u>	<u>103.699</u>
Provisão para créditos de liquidação duvidosa	(13.979)	(6.918)
	<u>129.970</u>	<u>96.781</u>

A composição das contas a receber por idade de vencimento é como segue:

(em milhares de R\$)	<u>31.12.2013</u>	<u>31.12.2012</u>
A vencer	118.386	86.729
Vencidos até 30 dias	8.029	6.811
Vencidos de 31 a 60 dias	1.714	1.900
Vencidos de 61 a 90 dias	385	241
Vencidos de 91 a 180 dias	639	95
Vencidos há mais de 180 dias	14.796	7.923
	<u>143.949</u>	<u>103.699</u>

Estoques

Os estoques da Companhia totalizaram R\$60.838 mil em 2013, em comparação com R\$38.110 mil em 2012, uma elevação de 59,6%. Este incremento está relacionado à incorporação dos estoques da controlada São Roberto S.A. no final de 2013. A Diretoria da Companhia entende que os níveis de estoques apresentados se mantêm em patamares compatíveis com as operações.

(em milhares de R\$)	<u>31.12.2013</u>	<u>31.12.2012</u>
Produtos acabados	7.118	4.334
Materiais de produção	33.037	19.931
Materiais de consumo	19.795	13.086
Outros estoques	888	759
	<u>60.838</u>	<u>38.110</u>

Bancos Conta Vinculada

O ativo bancos conta vinculada sofreu aumento de 193,2%, totalizando R\$2.730 mil em 2013, em comparação com R\$931 mil em 2012, em função da entrada de operação da controlada São Roberto S.A. em que deverá haver retenção de títulos recebidos até sua reposição.

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

(em milhares de R\$)		
	<u>31.12.2013</u>	<u>31.12.2012</u>
Banco do Brasil - Nova York	1.161	931
Banco Itaú	1.569	
Total circulante	<u>2.730</u>	<u>931</u>

Banco do Brasil – Nova York / Estados Unidos da América - representado por valores 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 2014. Por ocasião de repactuação de contrato objeto da retenção realizada em 27 de abril de 2012, até novembro de 2014 serão exigidos somente os juros do contrato.

Banco Itaú é referente a saldos de contas de títulos recebidos em uma determinada data e que serão transferidas automaticamente para a conta corrente após o envio de novos títulos para cobrança bancária.

Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos – Ativo e Passivo

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 2012 e de 2013 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, ajustados pela revisão da vida útil do imobilizado, tratado como RTT (Regime Tributário de Transição) e registrado nesta mesma conta. 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 14,6%, totalizando R\$20.401 mil em 2013, em comparação com R\$17.797 mil em 2012, tendo em vista que a Companhia reconheceu imposto de renda e contribuição social diferidos sobre diferenças temporárias, prejuízo fiscal e base negativa da contribuição social. Tais valores serão compensados com impostos futuros, suportados por projeções orçamentárias da Companhia. O Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos – Passivo sofreu um aumento de 20,6%, totalizando R\$243.074 mil em 2013, em comparação com R\$201.600 mil em 2012, basicamente devido ao valor reconhecido sobre a variação do valor justo dos ativos biológicos e sobre a operação de Hedge Accounting conforme abaixo:

ATIVO		
(em milhares de R\$)		
	<u>31.12.2013</u>	<u>31.12.2012</u>
Imposto de renda diferido ativo		
Sobre provisões temporárias	13.539	11.462
Sobre prejuízo fiscal	1.462	1.624
Contribuição social diferida ativa		
Sobre provisões temporárias	4.873	4.126
Sobre prejuízo fiscal	527	585
	<u>20.401</u>	<u>17.797</u>

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

PASSIVO	31.12.2013	31.12.2012
Imposto de renda diferido passivo		
Variação cambial a realizar pelo regime de caixa	5.113	4.344
Valor justo dos ativos biológicos	36.737	38.628
Custo atribuído do ativo imobilizado e revisão da vida útil	137.495	106.913
Subvenção governamental	631	505
Hedge de fluxo de caixa	(6.410)	(2.322)
Ajuste a valor presente	3.030	-
Carteira de clientes	1.574	-
Marca	327	-
Contribuição social diferida passiva		
Variação cambial a realizar pelo regime de caixa	1.841	1.564
Valor justo dos ativos biológicos	13.544	14.133
Custo atribuído do ativo imobilizado e revisão da vida útil	49.498	38.489
Subvenção governamental	227	182
Hedge de fluxo de caixa	(2.308)	(836)
Ajuste a valor presente	1.091	-
Carteira de clientes	566	-
Marca	118	-
	<u>243.074</u>	<u>201.600</u>
Passivo de imposto diferido (líquido)	<u>222.673</u>	<u>183.803</u>

Ativo Biológico

Os ativos biológicos da Companhia aumentaram 2,1% totalizando R\$268.725 mil em 2013, em comparação com R\$263.292 mil em 2012 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 semestrais. 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 da Companhia foram atualizados a valor justo, em decorrência do atendimento pela Companhia das normas do IFRS, por meio de avaliações preparadas por empresa especializada. Os valores estão assim compostos:

(em milhares de R\$)		
	<u>31.12.2013</u>	<u>31.12.2012</u>
Custo de formação dos ativos biológicos	53.724	78.602
Diferencial dos ativos biológicos a valor justo	<u>215.001</u>	<u>184.690</u>
	<u>268.725</u>	<u>263.292</u>

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

PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	31.12.2013	ah%	31.12.2012
(em milhares de R\$)			
CIRCULANTE			
Captações	119.705	51,1	79.225
Debêntures	53.041	35,9	39.026
Fornecedores	90.575	107,0	43.747
Obrigações sociais e previdenciárias	32.534	37,5	23.657
Obrigações tributárias	13.591	103,3	6.684
IR e CSLL a pagar	761	(14,6)	891
Parcelamentos tributários	10.260	96,0	5.235
Adiantamento de clientes	1.618	65,9	975
Dividendos a pagar	19.772	98,6	9.957
Outras contas a pagar	15.518	48,0	10.485
	<u>357.375</u>	<u>62,5</u>	<u>219.882</u>
NÃO CIRCULANTE			
Exigível a longo prazo			
Captações	350.855	67,9	209.001
Debêntures	109.885	35,7	80.978
Provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários	44.078	15,9	38.037
Parcelamentos tributários	40.159	529,6	6.379
Obrigações Tributárias	16.911	5,7	16.005
Outras contas a pagar	1.344	-	-
Imposto de renda e contribuição social diferidos	222.673	21,1	183.803
	<u>785.905</u>	<u>47,1</u>	<u>534.203</u>
PATRIMÔNIO LÍQUIDO			
Capital social	116.895	12,4	103.976
Pagamento baseado em ações	960	154,6	377
Ações em tesouraria	(6.834)	(22,7)	(8.842)
Reserva legal	5.156	188,5	1.787
Reserva de ativos biológicos	65.047	(6,8)	69.828
Ajustes de avaliação patrimonial	219.094	(9,9)	243.241
Reserva de retenção de lucros	87.911	101,5	43.632
PATRIMÔNIO LÍQUIDO ATRIBUÍVEL AOS			
ACIONISTAS CONTROLADORES	<u>488.229</u>	<u>7,5</u>	<u>453.999</u>
PARTICIPAÇÃO DOS NÃO CONTROLADORES	<u>12</u>	<u>100,0</u>	<u>6</u>
	<u>488.241</u>	<u>7,5</u>	<u>454.005</u>
TOTAL DO PASSIVO E DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	<u>1.631.521</u>	<u>35,0</u>	<u>1.208.090</u>

O passivo e patrimônio líquido totais consolidados da Companhia sofreram aumento de 35,0%, totalizando R\$1.631.521 mil em 2013, em comparação com R\$1.208.090 mil em 2012, explicado principalmente pelas variações nas rubricas comentadas abaixo:

Passivo**Captações**

O saldo da conta captações apresentou incremento de 51,1% no curto prazo, totalizando R\$119.705 mil em 2013, contra os R\$79.225 mil em 2012, e aumento de 67,9% no longo prazo, totalizando R\$ 350.855 mil em 2013, contra R\$ 209.001 mil em 2012. As variações nas contas de captações, debêntures e operação de CRI estão representadas no item 10.1(f) - "Comentários dos

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

Diretores sobre níveis de endividamento e as características de tais dívidas".

Fornecedores

O saldo da conta fornecedores apresentou aumento de 107,0%, atingindo R\$90.575 mil em 2013, contra os R\$43.747 mil em 2012. A variação decorre principalmente das movimentações nos prazos médios de pagamento aos fornecedores, e pela entrada das operações da controlada São Roberto S.A. ao final do ano de 2013.

(em milhares de R\$)

CIRCULANTE	31.12.2013	31.12.2012
Interno		
Materiais	59.739	31.210
Ativo imobilizado	15.097	2.112
Prestador de serviços	5.446	2.597
Transportadores	8.514	5.514
Ativo imobilizado em remessa	1.165	2.168
Consignação	66	65
Externo		
Materiais	548	81
	<u>90.575</u>	<u>43.747</u>

Parcelamentos Tributários

Os saldos dos parcelamentos tributários referente a Refis Receita Federal sofreram aumento em virtude da adesão ao parcelamento REFIS da Lei 11.941/2009 na controlada São Roberto S.A. e também referente ao ICMS. O INSS Patronal teve reconhecimento em 2010 e a redução em 2013 ocorreu em função do pagamento das parcelas.

(em milhares de R\$)

CIRCULANTE	31.12.2013	31.12.2012
Parcelamento REFIS Receita Federal	5.818	2.360
Parcelamento ICMS	3.569	1.988
Parcelamento INSS Patronal	845	862
Parcelamento FNDE	28	25
	<u>10.260</u>	<u>5.235</u>
 NÃO CIRCULANTE		
	<u>31.12.2013</u>	<u>31.12.2012</u>
Parcelamento REFIS Receita Federal	34.925	3.945
Parcelamento ICMS	4.905	1.304
Parcelamento INSS Patronal	271	1.054
Parcelamento FNDE	58	76
	<u>40.159</u>	<u>6.379</u>

Provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários

O saldo da provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários apresentou aumento de 15,9%, atingindo R\$ 44.078 mil em 2013, contra os R\$ 38.037 mil em 2012. 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. O aumento nas provisões cíveis, trabalhistas e também tributárias deve-se principalmente à incorporação das provisões advindas da controlada São Roberto S.A.

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

(em milhares de R\$)		
	<u>31.12.2013</u>	<u>31.12.2012</u>
Provisão cíveis	1.326	985
Provisão trabalhistas	5.566	892
Provisão tributárias	37.186	36.160
	<u>44.078</u>	<u>38.037</u>
Depósitos Judiciais	1.122	632
Parcela do circulante	-	-
Parcela do não circulante	44.078	38.037

Patrimônio Líquido

As principais variações nas contas do patrimônio líquido entre os exercícios findos em 31 de dezembro de 2013 e 2012 são apresentadas abaixo:

Ações em tesouraria

A variação na conta foi em função do exercício pelos beneficiários do Plano de Outorga de Opções de Aquisição de Ações, entre o período de 1 de abril de 2013 e 30 de abril de 2013, sendo que no exercício o empregado pagou o preço de exercício e as ações correspondentes ficaram caucionadas a favor da Companhia até 31 de dezembro de 2013 (vesting).

Reservas de lucros

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

A Reserva legal é constituída pela destinação de 5% do lucro líquido do exercício. Em 2013, o valor destinado para constituição desta reserva foi de R\$3.370 mil e em 2012 foram destinados R\$1.319 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 2013 é de R\$ 65.047 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 2013, o saldo desta reserva é de R\$87.911 mil e em 2012, o saldo era de R\$43.632 mil, reservados para futuros investimentos em ativo imobilizado aprovados pelo Conselho de Administração.

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 2014 e 2013**

Apresenta-se a seguir as explicações das principais variações ocorridas e as explicações sobre o fluxo de caixa da Companhia dos exercícios sociais findos em 2014 e 2013.

(em milhares de R\$)	2014	2013
Caixa e equivalentes de caixa no início do período	135.005	96.922
Atividades operacionais	45.129	51.838
Atividades de investimento	(70.253)	(35.610)
Atividades de financiamento	56.104	21.855
Caixa e equivalentes de caixa no final do período	165.985	135.005

Atividades Operacionais

O fluxo de caixa das atividades operacionais apresentou geração de caixa de R\$ 45.129 mil no exercício social de 2014 e de R\$ 51.838 mil no exercício social de 2013, com um decréscimo na geração de fluxo de caixa das atividades operacionais de R\$ 6.709 mil. Houve variação significativa nas atividades operacionais para os períodos em análise, principalmente em diminuição de estoques no valor de R\$ 12.067 mil e na variação monetária e encargos no valor de R\$ 17.162 mil. Não obstante, no período ocorreu uma oscilação positiva, no que tange a outros ativos no valor de R\$ 15.883 mil e nas obrigações tributárias, no valor de R\$ 20.073 mil. Essas variações ocorreram devido à incorporação das controladas Indústria de Papel e Papelão São Roberto S.A. e Irani Trading S.A.

Atividades de investimentos

O fluxo de caixa das atividades de investimentos apresentou aplicação de caixa de R\$ 70.253 mil no exercício social de 2014 e de R\$ 35.610 mil no exercício social de 2013. A variação nas atividades de investimentos para os períodos em análise é apresentada devido à aplicação de fluxo de caixa na aquisição de ativos de R\$ 15.623 mil, e ainda, na redução do recebimento em alienação de ativos de R\$ 8.425 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 obtenção de caixa de R\$ 56.104 mil no exercício social de 2014 e de R\$ 21.855 mil no exercício social de 2013, a variação nas atividades de financiamento para os períodos em análise apresentou obtenção de caixa de R\$ 34.249 mil, principalmente originados pelo aumento nas captações líquidas em R\$ 35.776 mil.

Análise do Fluxo de Caixa para os exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2013 e 2012

Apresenta-se a seguir as explicações das principais variações ocorridas e as explicações sobre o fluxo de caixa da Companhia dos exercícios sociais findos em 2013 e 2012.

(em milhares de R\$)	2013	2012
Caixa e equivalentes de caixa no início do período	96.922	74.722
Atividades operacionais	51.838	74.847
Atividades de investimento	(35.610)	(40.907)
Atividades de financiamento	21.855	(11.740)
Caixa e equivalentes de caixa no final do período	135.005	96.922

Atividades Operacionais

O fluxo de caixa das atividades operacionais apresentou geração de caixa de R\$ 51.838 mil no exercício social de 2013 e de R\$ 74.847 mil no exercício social de 2012, com um decréscimo na geração de fluxo de caixa das atividades operacionais de R\$ 23.009 mil. Houve variação significativa nas atividades operacionais para os períodos em análise, principalmente em aumento de estoques no valor de R\$ 14.661 mil, devido à integração das operações da Indústria de Papel e Papelão São Roberto S.A., que

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

passou a ser uma subsidiária integral da Companhia a partir de 17 de outubro.

Atividades de investimentos

O fluxo de caixa das atividades de investimentos apresentou aplicação de caixa de R\$ 35.610 mil no exercício social de 2013 e de R\$ 40.907 mil no exercício social de 2012. A variação nas atividades de investimentos para os períodos em análise é apresentada devido à aplicação de fluxo de caixa na aquisição e recebimento de alienação de ativos de R\$ 5.302 mil e na obtenção de fluxo de caixa decorrente de aporte de controlada no valor de R\$ 10.599 mil.

Atividades de financiamento

O fluxo de caixa das atividades de financiamento apresentou obtenção de caixa de R\$ 21.855 mil no exercício social de 2013 e aplicação de caixa de R\$ 11.740 mil no exercício social de 2012, a variação nas atividades de financiamento para os períodos em análise apresentou obtenção de caixa de R\$ 33.595 mil, principalmente originados pelo aumento nas captações em R\$ 29.046 mil.

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

10.2. Os diretores devem comentar:

a) resultados das operações da Companhia.

Os indicadores dos níveis de consumo de papelão ondulado no mercado interno mantiveram-se em níveis estáveis em 2014, conforme aponta a ABPO - Associação Brasileira do Papelão Ondulado. 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 2014 na comparação com 2013, refletindo, principalmente, a integral consolidação das operações da São Roberto, representando 67% da receita líquida de vendas consolidada da Companhia no exercício de 2014. A receita operacional líquida consolidada atingiu R\$ 738.499 mil em 2014, 22,2% superior em relação a 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 mesmo período de 2013. O 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 ano de 2014 em relação a 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 ano 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 período. A relação dívida líquida/EBITDA Ajustado consolidado foi de 3,97 vezes em 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.

Os indicadores dos níveis de consumo no mercado interno mantiveram-se em níveis elevados em 2013, favorecendo o setor de papel e embalagens, conforme informações da ABPO - Associação Brasileira do Papelão Ondulado. O total de expedição de embalagens de papelão ondulado foi 2,9% superior ao registrado em 2012 e ligeiramente acima do crescimento verificado para o PIB (2,3%), o que demonstra uma dinâmica mais favorável para o setor de embalagens de papelão ondulado. Em linha com os anos anteriores, a Companhia apresentou um crescimento das vendas acima do verificado no mercado e o segmento de embalagens de papelão ondulado representou aproximadamente 54% das receitas de vendas de bens e/ou serviços (receita líquida de vendas) consolidadas da Companhia no exercício encerrado em 2013. A receita operacional líquida consolidada atingiu R\$ 604.241 mil em 2013, representando um crescimento de 25% em relação ao mesmo exercício de 2012. Esse desempenho deve-se principalmente ao aumento nas vendas de papel para embalagens provenientes da fábrica arrendada de Santa Luzia (MG) em março de 2013 e as vendas de embalagem de papelão ondulado da São Roberto a partir de outubro de 2013. O lucro líquido atingiu R\$ 67.408 mil no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, 155,5% superior em comparação a 2012. O principal fator que impactou neste resultado foi o aumento nos volumes de vendas citados anteriormente e os reflexos da adesão ao programa de REFIS da Lei 11.941/09 na controlada São Roberto S.A. O EBITDA Ajustado consolidado foi de R\$126.210 mil, com um incremento de 9,3% em relação ao mesmo período de 2012. Com isso a margem EBITDA Ajustado consolidada foi de 20,9% em 2013 contra 23,9% do mesmo período de 2012. A relação dívida líquida/EBITDA Ajustado consolidada passou para 3,61 vezes em 31 de dezembro de 2013, influenciada pelo aumento dos patamares de endividamento assumidos com a consolidação das operações da São Roberto. A Companhia considera que este patamar está adequado a realidade atual das operações e sua redução dar-se-á de forma gradativa à medida que as sinergias das operações da controlada São Roberto são capturadas. Em 31 de dezembro de 2013, 27,3% do total do endividamento consolidado da Companhia estava no curto prazo, no montante de R\$172.746 mil, sendo que as disponibilidades (soma do caixa e equivalentes de caixa e dos saldos de Bancos conta vinculada do ativo circulante e não circulante consolidados) totalizavam R\$137.735 mil.

Segundo dados da ABPO – Associação Brasileira do Papelão Ondulado, a expedição em toneladas de papelão ondulado em 2012 foi 2,6% superior ao registrado em 2011, praticamente o mesmo crescimento apresentado pela Companhia em seu segmento de embalagens de papelão ondulado, que foi de 2,1%. De forma consistente com os anos anteriores, o segmento de embalagens de papelão ondulado representou aproximadamente 58% das receitas de venda de bens e/ou serviços (receita líquida de vendas) consolidadas da Companhia no exercício social encerrado em 2012. A receita de venda de bens e/ou serviços (receita líquida de vendas) consolidada da Companhia no exercício encerrado em 31 de dezembro de 2012 foi de R\$483.449 mil, representando um crescimento de 2,5% em relação ao mesmo exercício de 2011. Esse desempenho deve-se principalmente a aumentos de volumes e de preços praticados no segmento de Embalagens de Papelão Ondulado da Companhia. O dólar fechou com alta de 8,5% no ano de 2012, quando comparado a 2011, o que contribuiu para aumentar em Reais a dívida denominada em moeda estrangeira. Em razão da política financeira da Companhia de manter ao longo do tempo níveis de pagamentos dos compromissos em moeda estrangeira

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

equivalentes ou inferiores aos recebimentos nessas mesmas moedas, há uma proteção natural do seu fluxo de caixa, não gerando desenhos adicionais ou não esperados por conta de mudanças bruscas na cotação das moedas estrangeiras. No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012, o lucro líquido consolidado da Companhia foi de R\$ 26.381 mil, 182,0% superior ao mesmo período de 2011, impactado positivamente pela variação do valor justo dos ativos biológicos verificado no ano. O EBITDA Ajustado consolidado foi de R\$115.422 mil, com um incremento de 4,4% em relação ao mesmo período de 2011. Com isso a margem EBITDA Ajustado consolidada foi de 23,9% em 2012 contra 23,4% do mesmo período de 2011. A relação dívida líquida/EBITDA Ajustado consolidada manteve-se em linha com o resultado anterior que era de 2,58 vezes em 31 de dezembro de 2011, e passou para 2,69 vezes em 31 de dezembro de 2012, apesar do aumento verificado na cotação do dólar durante o ano. Em 31 de dezembro de 2012, 29,0% do total do endividamento consolidado da Companhia estava no curto prazo, no montante de R\$118.251 mil, sendo que as disponibilidades (soma do caixa e equivalentes de caixa e dos saldos de Bancos conta vinculada do ativo circulante e não circulante consolidados) totalizavam R\$97.853 mil. Em 30 de novembro de 2012, a Companhia realizou a 2ª emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações, com esforços restritos de colocação no valor total de R\$ 60 milhões. As debêntures foram integralizadas em 26 de dezembro de 2012 e os recursos estão sendo aplicados nas atividades operacionais da Companhia.

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.

	2014	2013	2012
Cotação ao final do período – US\$ 1,00	R\$ 2,66	R\$ 2,34	R\$ 2,04

A Companhia mantém operações no mercado externo expostas às mudanças nas cotações de moedas estrangeiras. Em 31 de dezembro de 2014, 2013 e 2012, essas operações apresentam exposição passiva líquida consolidada conforme o quadro abaixo.

exposição cambial total líquida consolidada em moeda estrangeira é equivalente a 25 meses das exportações tomando como base a média das exportações realizadas no ano 2012, 54 meses das exportações tomando como base a média das exportações realizadas no ano 2013 e 44 meses das exportações tomando como base a média das exportações realizadas em 2014. 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)

	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012
Contas a receber	11.245	9.229	8.447
Créditos de carbono a receber	-	-	4.378
Bancos conta vinculada	2.073	1.161	931
Adiantamento de clientes	(419)	(144)	(199)
Fornecedores	(270)	(548)	(81)
Captações (empréstimos e financiamentos)	(356.558)	(164.199)	(131.309)
Exposição líquida	<u>(343.929)</u>	<u>(154.501)</u>	<u>(117.833)</u>

Em 2012, 35,1% do endividamento da Companhia correspondia ao endividamento consolidado em dólares dos EUA. No exercício social encerrado em 31.12.2013, o endividamento consolidado em dólares dos EUA representava 27,0% do endividamento da Companhia e no exercício encerrado em 31.12.2014 correspondia a 44%. 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.

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

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

Interbancários), SELIC, LIBOR (London Interbank Offered Rate) ou IPCA (Índice Nacional de Preço ao Consumidor Amplo).

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 6,5% em 2011, 5,8% em 2012, 5,9% em 2013 e 6,4% em 2014, 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 anos, os preços médios dos principais produtos comercializados pela Companhia apresentaram-se da seguinte forma:

	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012	Var. 2014 x 2013	Var. 2013 x 2012
Preços médios Segmento Papel para Embalagem (R\$/ton)					
- Papéis para embalagens rígidas (R\$/ton)	R\$ 1.568	R\$ 1.529	R\$ 1.386	+2,6%	+10,3%
- Papéis para embalagens flexíveis (R\$/ton)	R\$ 2.856	R\$ 2.699	R\$ 2.545	+5,8%	+6,1%

	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012	Var. 2014 x 2013	Var. 2013 x 2012
Preços médios Segmento Embalagem Papelão Ondulado (R\$/ton)	R\$ 3.368	R\$ 3.134	R\$ 2.963	+7,5%	+5,8%

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 provavelmente pode afetar adversamente a situação financeira e resultados operacionais da Companhia.

Nos últimos três anos os preços médios das aparas de papelão adquiridas pela Companhia foram de:

	2014	2013	2012
Preços médios das aparas (R\$/ton)	588,72	525,28	417,89

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**

Em 2013 e 2014, não houve introdução ou alienação de segmento operacional.

Em 20 de dezembro de 2012, o Conselho de Administração aprovou e a Companhia alienou a participação societária detida na controlada Meu Móvel de Madeira – Comércio de Móveis e Decorações Ltda, representando a alienação do Segmento Operacional Móveis. Esta controlada representou durante o ano de 2012, aproximadamente 3% da receita operacional líquida consolidada da Companhia e sua alienação não impacta nos resultados econômico-financeiros da Companhia.

b) constituição, aquisição ou alienação de participação societária

Em 2011, a Companhia constituiu a controlada Iraflor Comércio de Madeira Ltda. e, ainda em 2011, aumentou o seu capital mediante um aporte de florestas plantadas da Companhia para integralização de capital no valor de R\$37.536 mil. No exercício de 2012 foram integralizados R\$ 3.370 mil. Em 2013, foram aportadas novas florestas no valor de R\$ 13.251 mil. Em 2014, foram aportadas florestas no valor de R\$ 57.648 mil.

Em 2011, a Companhia realizou adiantamento para futuro aumento o capital de sua subsidiária integral Irani Trading S.A. no montante de R\$ 5.640 mil, o qual foi capitalizado em 2012. Ainda em 2012, a controladora Celulose Irani S.A. aportou capital na Irani Trading S.A, mediante incorporação de ativos imobilizados no valor de R\$ 4.563 mil, além de realizar novo adiantamento para futuro aumento de capital no montante de R\$ 15.100 mil. Em 2013, a controladora Celulose Irani S.A. realizou novo adiantamento para futuro aumento de capital no valor de R\$ 8.033 mil, os quais devem ser integralizados até o final de 2014. Esta controlada foi incorporada pela Companhia em dezembro de 2014.

Em 2011, a controladora Celulose Irani S.A., realizou adiantamento para futuro aumento de capital na controlada Habitasul Florestal S.A. no valor de R\$ 12.510 mil, o qual foi capitalizado em 2012. Ainda em 2012, foi realizado novo adiantamento para futuro aumento de capital no valor de R\$ 9.420 mil. Em 2013, a controladora Celulose Irani S.A. realizou novo 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 2014, a Companhia realizou redução de capital na controladora 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 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 de 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.

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

Em 2012, 2013 e 2014, não ocorreram mudanças significativas nas práticas contábeis adotadas pela Companhia, que pudessem gerar efeitos nas suas demonstrações contábeis.

Desde o exercício de 2010, quando fez a adoção inicial dos novos pronunciamentos contábeis, convergentes ao IFRS, a Companhia segue as Normas Internacionais de Relatório Financeiro (IFRS – International Financial Reporting Standards), emitidas pelo IASB – International Accounting Standards Board, e práticas contábeis adotadas no Brasil, com base nos pronunciamentos técnicos emitidos pelo CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis, plenamente convergentes ao IFRS, e normas estabelecidas pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

b) efeitos significativos das alterações em práticas contábeis

Em 2012, 2013 e 2014, não houve alteração nas práticas contábeis adotadas pela Companhia.

c) ressalvas e ênfases presentes no parecer do auditor

Os pareceres de auditoria externa sobre as demonstrações financeiras de 2013 e 2012 incluem parágrafo de ênfase sobre a prática adotada de avaliação dos investimentos em controladas pelo método de equivalência patrimonial, enquanto que para fins de IFRS seria custo ou valor justo. Em 2014, 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 projeções 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 as normas internacionais de relatório financeiro 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 do exercício 2014.

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 estão registradas pelo valor nominal dos títulos representativos destes créditos, acrescidos da variação cambial quando aplicável. A provisão para créditos de liquidação duvidosa é constituída em montante considerado suficiente para cobrir as prováveis perdas em sua realização. A política contábil para estabelecer a provisão requer a análise individual das faturas de clientes inadimplentes em relação às medidas de cobrança adotadas pelo departamento responsável e, de acordo com o estágio da cobrança, é estimado um montante de provisão a ser constituída, que pode representar um percentual do título de acordo com histórico ou sua totalidade.

b) Imobilizado

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

Os ativos imobilizados são avaliados pelo custo atribuído, deduzidos de depreciação acumuladas e perda por redução ao valor recuperável, quando aplicável. Esta prática requer o uso de estimativas, tanto na determinação do custo atribuído dos ativos imobilizados, quanto na eventual redução ao seu valor recuperável, e que podem eventualmente distorcer a posição real do Ativo Imobilizado da Companhia.

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. Também para estimativa de vida útil de cada ativo, são utilizadas premissas que podem em algum caso específico não representar a exata condição de utilização do bem.

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, conseqüentemente, 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 2014.

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 contribuição social diferido ativo e passivo estão representadas na nota explicativa 11 das demonstrações financeiras do exercício de 2014.

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 30 às demonstrações financeiras do exercício de 2014. 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

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

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. Controles internos adotados para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis:****a) grau de eficiência de tais controles, indicando eventuais imperfeições e providências adotadas para corrigi-las**

Os Diretores da Companhia acreditam que o sistema de elaboração das demonstrações financeiras são suficientes para assegurar a precisão dos dados e a confiabilidade da elaboração das demonstrações financeiras, não tendo havido imperfeições relevantes nos controles internos da Companhia.

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

As principais recomendações apresentadas relativas a auditoria do exercício findo em 31 de dezembro de 2014, das quais a Diretoria avalia que possam gerar impacto não relevante em relação às demonstrações financeiras da Companhia são:

i) 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 o ano de 2014. A Diretoria da Empresa está negociando esta formalização junto ao Governo do Estado de MG; e

ii) Controle de *impairment* de contas a receber, para o qual o auditor independente identificou saldos passíveis de *impairment* no exercício de 2014. A Diretoria entende que os saldos identificados não são relevantes e, também, que são passíveis de recuperação.

A Diretoria avaliou ainda o relatório de recomendações para o aprimoramento dos controles internos emitido pelos auditores independentes onde foram apontadas 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.

10. Comentários dos diretores / 10.7 - Coment. s/itens não evidenciados**10.7. Aspectos referentes a eventuais ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários:**

- | |
|---|
| a) como os recursos resultantes da oferta foram utilizados
b) se houve desvios relevantes entre a aplicação efetiva dos recursos e as propostas de aplicação divulgadas nos prospectos da respectiva distribuição
c) caso tenha havido desvios, as razões para tais desvios |
|---|

A Companhia realizou oferta pública de debêntures com esforços restritos de colocação nos termos da Instrução CVM 476/09 no montante de R\$100.000 mil os quais foram integralizados no dia 12/04/2010. Os recursos foram utilizados integralmente para refinanciamento da dívida com vencimento no ano de 2010 e para as suas atividades operacionais. Não houve desvios relevantes entre a aplicação efetiva dos recursos e a proposta divulgada.

Em 19 de agosto de 2010, a Companhia concluiu sua 1ª Emissão Privada de Debêntures Simples, Não Conversíveis em Ações, da Espécie Subordinada. A emissão totalizou 40 debêntures simples, nominativas, não conversíveis em ações, da espécie subordinada, em valor total de R\$40.000 mil, e foi aprovada na Reunião do Conselho de Administração da Companhia realizada em 12 de julho de 2010. As debêntures foram emitidas em 19 de agosto de 2010, tendo sido integralmente subscritas e integralizadas pela Irani Trading S.A., e os recursos obtidos com a referida emissão foram utilizados para financiar o capital de giro e despesas gerais da Companhia. Não houve desvios relevantes entre a aplicação efetiva dos recursos e a proposta divulgada.

Em 03 de agosto de 2010 a controlada Irani Trading S.A. emitiu Instrumento Particular de Cédula de Créditos Imobiliários – CCI lastreada em Contrato de Locação celebrado em 20 de outubro de 2009, entre a Irani Trading S.A. e Celulose Irani S.A. A Irani Trading S.A. cedeu a CCI para a Brazilian Securities Companhia de Securitização. Em decorrência desta cessão, a Securitizadora emitiu em regime fiduciário Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRIs e pagou em 06 de agosto de 2010 para a Irani Trading S.A. o preço da cessão da CCI, no montante de R\$40.833 mil. Esta operação foi liquidada em 37 parcelas mensais e consecutivas no valor de R\$ 1.364 mil cada, com início em 25 de agosto de 2010 e término em 25 de agosto de 2013, devidas pela locatária Celulose Irani S.A. à Cedente Irani Trading S.A., por força do contrato de locação.

Em 2012, a Companhia realizou a 2ª emissão pública de debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie com garantia real, em série única, para distribuição pública com esforços restritos de colocação, composta de 60 (sessenta) debêntures, com valor nominal unitário de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), totalizando, na data de emissão, o valor de R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais). As debêntures terão prazo de vencimento de 5 (cinco) anos contados de 30 de novembro de 2012, vencendo, portanto, em 30 de novembro de 2017. A integralização das debêntures ocorreu em 26 de dezembro de 2012. Os recursos obtidos com a referida emissão estão sendo utilizados na plantação, extração, aquisição de madeira in natura e/ou de seus derivados diretamente de produtores de madeira para a produção de celulose, outras pastas e resinas, destinadas à fabricação de papel, breu ou terebintina. Não houve desvios relevantes entre a aplicação efetiva dos recursos e a proposta divulgada.

Emissão de Debêntures da Controlada: A Wave Participações S.A. emitiu, em 28 de maio de 2013, debêntures simples, não conversíveis em ações em série única, no valor total de R\$ 80.000 mil. O prazo de vigência das debêntures é de 5 anos e sua amortização ocorrerá em 17 parcelas trimestrais, sendo o último pagamento 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. Não houve desvios relevantes entre a aplicação efetiva dos recursos e a proposta inicial. 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 constante na Wave Participações passou a compor o saldo da debênture agora da São Roberto e por consequência o saldo consolidado da Companhia. Em 2014, a Companhia aprovou a assunção desta dívida com a consequente transferência da totalidade dos direitos e obrigações das debêntures detidos pela então controlada São Roberto S.A., incorporada em 30 de dezembro de 2014.

10. Comentários dos diretores / 10.8 - Plano de Negócios**10.8. Itens relevantes não evidenciados nas demonstrações financeiras da Companhia:**

a) os ativos e passivos detidos pela Companhia, direta ou indiretamente, que não aparecem no seu balanço patrimonial (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)

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 / 10.9 - Outros fatores com influência relevante

10.9. Em relação a cada um dos itens não evidenciados nas demonstrações financeiras indicados no item 10.8:

- | |
|---|
| a) como tais itens alteram ou poderão vir a alterar as receitas, as despesas, o resultado operacional, as despesas financeiras ou outros itens das demonstrações financeiras 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 há. |