

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	43
10.3 - Efeitos relevantes nas DFs	47
10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases	48
10.5 - Políticas contábeis críticas	52
10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs	54
10.7 - Coment. s/itens não evidenciados	55
10.8 - Plano de Negócios	56
10.9 - Outros fatores com influência relevante	57

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 2012, 2011 e de 2010, essas operações apresentaram exposição passiva líquida conforme o quadro abaixo.

Dados consolidados (em R\$ mil)	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010
Contas a receber	8.447	4.198	2.949
Créditos de carbono a receber	4.378	6.378	5.789
Bancos conta vinculada	931	8.674	10.484
Adiantamento de clientes	(199)	(661)	(207)
Fornecedores	(81)	(123)	(661)
Captações (empréstimos e financiamentos*)	(131.309)	(89.545)	(99.841)
Exposição líquida	(117.833)	(71.079)	(81.487)

*Empréstimos e financiamentos captados em moeda estrangeira e convertidos em reais. Atualizados pelo valor justo das operações de Swap.

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 2011, e 23 meses das exportações tomando como base a média mensal das exportações realizadas no ano de 2012. 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, conforme descrito abaixo (consolidado):

- 1 – Cenário base: manutenção da taxa de câmbio, em níveis próximos aos vigentes no período de elaboração das demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2012.
- 2 – Cenário adverso: deterioração de 25% da taxa de câmbio em relação ao nível verificado em 31 de dezembro de 2012.
- 3 – Cenário remoto: deterioração de 50% da taxa de câmbio em relação ao nível verificado em 31 de dezembro de 2012.

Operação	Saldo 31.12.12		Cenário base		Cenário adverso		Cenário remoto	
	US\$	Taxa	R\$	Ganho (perda)	Taxa	R\$	Ganho (perda)	Taxa
Ativos								
Contas a receber	6.732	1,96	(538)		2,45	2.767		2,95
Passivos								
Contas a pagar	(137)	1,96	11		2,45	(56)		2,95
Captações (empréstimos e financiamentos*)	(64.257)	1,96	5.134		2,45	(26.410)		2,95
Efeito líquido			4.607			(23.699)		(52.006)

* As operações de empréstimos e financiamentos contratadas em euro estão contempladas na análise de sensibilidade do dólar juntamente com as demais operações por se tratarem de operações sem grande valor material.

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 2012 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

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

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 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 resultado.

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, EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate), 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 2012.
- 2 – Cenário adverso: correção de 25% das taxas de juros em relação ao nível verificado em 31 de dezembro de 2012.
- 3 – Cenário Remoto: correção de 50% das taxas de juros em relação ao nível verificado em 31 de dezembro de 2012.

Operação	Indexador	Saldo 31.12.12	Cenário base		Cenário adverso		Cenário remoto	
			Taxa %	R\$	Taxa %	R\$	Taxa %	R\$
Aplicações Financeiras								
CDB	CDI	95.139	6,93%	(86)	8,66%	1.575	10,40%	3.237
Financiamentos								
Capital de Giro	CDI	25.621	6,93%	28	8,66%	(509)	10,40%	(1.046)
Debêntures	CDI	124.871	6,93%	58	8,66%	(1.058)	10,40%	(2.174)
BNDES	TJLP	7.375	5,00%	37	6,25%	(55)	7,50%	(147)
Capital de Giro	IPCA	85.347	5,84%	-	7,30%	(1.246)	8,76%	(2.492)
Financiamento Moeda Estrangeira	Libor	10.661	0,48%	3	0,60%	(9)	0,72%	(22)
Financiamento Moeda Estrangeira	Euribor	1.690	0,35%	(1)	0,44%	(2)	0,53%	(4)
Efeito Líquido no Resultado				39		(1.304)		(2.648)

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, 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 2012 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

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

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.

(dados consolidados - R\$ mil)	2013	2014	2015	acima 2016
Passivos				
Fornecedores	43.747	-	-	-
Empréstimos	97.047	70.149	79.598	131.211
Debêntures	40.444	36.089	23.440	23.949
Outros Passivos	5.461	2.675	618	3.234
	<u>186.699</u>	<u>108.913</u>	<u>103.656</u>	<u>158.394</u>
Ativos				
Caixa e Equivalentes	96.922	-	-	-
Bancos Conta Vinculada	931	-	-	-
Cientes a Vencer	96.781	-	-	-
Outros Ativos	2.627	1.612	555	73
	<u>197.261</u>	<u>1.612</u>	<u>555</u>	<u>73</u>
	<u>10.562</u>	<u>(107.301)</u>	<u>(103.101)</u>	<u>(158.321)</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 2013. 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.

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 sido influenciado no 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 4,2% em 2009, 5,9% de 2010, 6,5% em 2011 e 5,8% em 2012, 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

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

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, conseqüentemente 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 2012, a Companhia não tinha contratado nenhum instrumento financeiro derivativo a valor justo.</p> <p>Atualmente a Companhia possui o seguinte derivativo financeiro vinculado a operações de captação (reconhecido 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 a 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. <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 e que vem sendo progressivamente buscado pela Companhia (em 31 de dezembro de 2012 a relação era de 2,69 vezes), 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 está implementando uma estrutura organizacional específica para o controle e gerenciamento de riscos.</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 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.

Em 19 de abril de 2012 foi aprovado em Assembleia Geral de Acionistas, o desdobramento das ações da Companhia passando elas para 149.279.740 ordinárias e 12.810.260 preferenciais, assim como a distribuição de 25% do lucro líquido consolidado ajustado da Companhia, que, em 31 de dezembro de 2011, foi de R\$39.044 mil.

No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011, a receita líquida de venda de bens e/ou serviços consolidada da Companhia foi de R\$471.614 mil, apresentando um crescimento de 6,5% em relação a 2010, cujo montante foi de R\$442.686 mil. Em 2011, o lucro líquido consolidado da Companhia foi de R\$9.354 mil, 72,8% inferior ao lucro líquido de 2010 que foi R\$34.360 mil. O EBITDA Ajustado consolidado foi de R\$110.536 mil, apresentando incremento de 19,9% em 31 de dezembro de 2011 quando comparado a R\$92.199 mil de 31 de dezembro 2010. Com isso a margem EBITDA consolidada foi de 23,4% em 2011 contra 20,8% de 2010. A relação dívida líquida/EBITDA consolidada que era 3,04 vezes em 2010, passou para 2,58 vezes em 2011. Em 31 de dezembro de 2011, 34,8% do total do endividamento consolidado da Companhia estava no curto prazo, no montante de R\$128.278 mil, sendo que a soma do caixa e equivalentes de caixa e dos saldos de Bancos conta vinculada do ativo circulante e não circulante consolidados totalizava R\$83.396 mil. Em 20 de junho de 2011, a Companhia emitiu Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) no valor de R\$90.000 mil com prazo total de 6 anos.

No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010, a receita líquida de venda de bens e/ou serviços consolidada da Companhia foi de R\$ 442.686 mil, apresentando um crescimento de 26,5% em relação a 2009, cujo montante foi R\$349.997 mil. O lucro líquido consolidado de 2010 foi de R\$34.360 mil, apresentando um crescimento de 56,5% quanto ao lucro líquido consolidado de 2009, de R\$ 21.951 mil. O EBITDA Ajustado consolidado ficou praticamente estável perfazendo R\$92.199 mil em 2010 comparado a R\$92.395 mil em 2009. Com isso a margem EBITDA consolidada foi de 20,8% em 2010 contra 24,4% de 2009. A relação dívida líquida/EBITDA consolidada que era 3,12 vezes em 2009, passou para 3,04 vezes em 2010. Em 31 de dezembro de 2010, 38,6% do endividamento total consolidado da Companhia estava no curto prazo, em montante de R\$127.700 mil, com a soma do caixa e equivalentes de caixa e dos saldos de Bancos conta vinculada do ativo circulante e não circulante consolidados em R\$50.846 mil. A Companhia emitiu, em 25 de março de 2010, debêntures de espécie simples, não conversíveis em ações, no montante de R\$100.000 mil, com prazo total de 5 anos e em 03 de agosto de 2010 captou, através de operação de securitização juntamente com sua controlada Irani Trading S.A., estruturada na forma de Cédulas de Crédito Imobiliário e Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, R\$40,833 milhões, com prazo de 3 anos. Tais operações tiveram como objetivos principais fazer frente à necessidade de refinanciamento verificada para 2010 e 2011.

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\$30.000 mil.

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

R\$ mil	31 de dezembro de 2012	31 de dezembro de 2011	31 de dezembro de 2010
Dívida Líquida Consolidada ⁽¹⁾	310.377	285.345	280.358

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

EBITDA Ajustado Consolidado ⁽²⁾	115.422	110.536	92.199
Dívida líquida Consolidada/ EBITDA Ajustado Consolidado	2,69	2,58	3,04

(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) deste Formulário de Referência.

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 31.12.2012	ah %	Em 31.12.2011	ah% 	Em 31.12.2010
Total de dívidas*	408.230	10,7	368.741	11,3	331.204
Caixa e equivalentes de caixa	96.922	29,7	74.722	85,1	40.362
Bancos conta vinculada*	931	(89,3)	8.674	(17,3)	10.484
Dívida líquida	310.377	(8,8)	285.345	1,8	280.358
Patrimônio líquido	454.005	(2,2)	464.250	(0,6)	467.130
Capital social realizado	103.976	64,0	63.381	-	63.381
Índice de endividamento líquido	0,68		0,61		0,60

*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 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.

Em 31 de dezembro de 2011, o patrimônio líquido consolidado da Companhia era de R\$464.250 mil, o que significa uma redução de 0,63%, que equivale a R\$2.880 mil, em relação ao patrimônio líquido consolidado em 31 de dezembro de 2010, principalmente em função dos dividendos mínimos obrigatórios sobre o lucro líquido ajustado consolidado referente ao exercício encerrado em 2011, que foi de R\$9.761 mil. Além disso, em 2011, a Companhia diminuiu seu patrimônio líquido consolidado mediante recompra de ações de sua própria emissão que permanecem em tesouraria no montante de R\$1.761 mil. Em 31 de dezembro de 2011, a dívida bruta consolidada da Companhia era de R\$368.741 mil, demonstrando uma estrutura de capital de 55,7% de capital próprio e 44,3% de capital de terceiros. Em 31 de dezembro de 2010, o patrimônio líquido consolidado da Companhia era de R\$467.130 mil, o que significa um crescimento de 5,51%, equivalente a R\$24.409 mil, em relação ao patrimônio líquido consolidado em 31 de dezembro de 2009, principalmente em função do crescimento do lucro líquido consolidado apurado no exercício de 2010, que foi de R\$34.361 mil, e sua dívida bruta consolidada de R\$331.204 mil, demonstrando uma estrutura de capital de 58,5% de capital próprio e 41,5% 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.

Em 24 de novembro de 2010 o Conselho de Administração aprovou a recompra de ações no mercado de até 10% das ações em circulação para posterior cancelamento ou alienação. Tal plano de recompra de ações encerrou-se em 23 de novembro de 2011. Com a conclusão do programa em 23.11.2011, foram adquiridas no total 62.300 ações ordinárias e 13.700 ações preferenciais, as quais permanecem em tesouraria para posterior decisão sobre alienação ou cancelamento das mesmas.

Na data deste Formulário de Referência, o capital social da Companhia, totalmente subscrito e integralizado, é representado por 162.090.000 ações, dividido em 149.279.740 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 foi sendo reduzida nos últimos anos, de 3,04 vezes em 31 de dezembro de 2010 para 2,58 vezes em 31 de dezembro de 2011 e 2,69 vezes em 31 de dezembro de 2012.

Em 31 de dezembro de 2012, os financiamentos e outros passivos consolidados a serem cumpridos no exercício de 2013 correspondem a um valor de R\$186.699 mil, enquanto a receita líquida de venda de bens e/ou serviços consolidada da Companhia no ano foi de R\$483.449 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\$197.261 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 2º emissão, não conversíveis em ações, emitidas em novembro de 2012, no valor de R\$60.000 mil.

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 31.12.2012	ah %	Em 31.12.2011	ah %	Em 31.12.2010
Dívidas de curto prazo					
Moeda Nacional	101.533	6,7	95.135	(5,1)	100.208
Moeda estrangeira	16.718	(49,6)	33.143	20,6	27.492
Total curto prazo	118.251	(7,8)	128.278	0,5	127.700
Dívidas de longo prazo					
Moeda Nacional	175.388	(4,7)	184.061	40,3	131.155
Moeda estrangeira	114.591	103,2	56.402	(22,0)	72.349
Total longo prazo	289.979	20,6	240.463	18,2	203.504
Total de dívidas ⁽¹⁾	408.230	10,7	368.741	11,3	331.204
(-) Disponibilidades ⁽²⁾	97.853	17,3	83.396	64,0	50.846
Dívida líquida	310.377	8,8	285.345	1,8	280.358
Patrimônio líquido	454.005	(2,2)	464.250	(0,6)	467.130
Capital social realizado	103.976	64,0	63.381	-	63.381

(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 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. Em 31 de dezembro de 2011, o saldo da dívida bruta consolidada da Companhia era de R\$368.741 mil, dos quais R\$128.278 mil (34,8%) representavam dívidas de curto prazo e R\$240.463 mil (65,2%) dívidas de longo prazo. Em 31 de dezembro de 2010, o saldo da dívida bruta consolidada da Companhia era de R\$331.204 mil, dos quais R\$127.700 mil (38,6%) representavam dívidas de curto prazo e R\$203.504 mil (61,4%) 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\$310.377 mil em 31 de dezembro de 2012, R\$285.345 mil em 31 de dezembro de 2011 e R\$280.358 mil em 31 de dezembro de 2010.

i) Contratos de empréstimos e financiamento relevantes

A tabela abaixo mostra o endividamento bruto consolidado da Companhia em 31 de dezembro de 2012, 2011 e 2010.

(R\$ mil)	31.12.12	31.12.11	31.12.10
Circulante			
Moeda nacional			
FINAME	2.641	8.604	10.252

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

Capital de giro	33.288	30.666	63.308
Capital de giro - CDCA	16.306	15.505	-
Leasing financeiro	1.433	1.102	602
Debêntures	39.026	26.000	12.788
Cédula de Crédito Imobiliário - operação de CRI	8.839	13.258	13.258
Total moeda nacional	101.533	95.135	100.208
Moeda estrangeira			
Leasing financeiro	2.839	2.475	2.199
Adiantamento de contrato de câmbio	8.490	5.641	322
Banco Votorantim	-	-	1.186
DF Deutsche Forfait s.r.o.	-	-	347
Toronto Dominion Bank	-	177	310
Banco Credit Suisse	738	20.256	16.824
Banco C.I.T.	-	942	863
Banco Santander (Brasil)	1.690	1.638	1.400
Banco do Brasil	1.329	-	-
Banco Citibank	1.632	-	-
Banco Santander	-	2.014	1.840
Banco Santander Pré pagto.de exportação	-	-	2.201
Total moeda estrangeira	16.718	33.143	27.492
Total do circulante	118.251	128.278	127.700
Não Circulante			
Moeda nacional			
FINAME	7.796	9.240	15.066
Capital de giro	18.880	25.643	5.174
Capital de giro - CDCA	66.741	78.367	-
Leasing financeiro	993	1.492	694
Debêntures	80.978	60.480	88.124
Cédula de Crédito Imobiliário - operação de CRI	-	8.839	22.097
Total moeda nacional	175.388	184.061	131.155
Moeda estrangeira			
Leasing financeiro	-	1.164	3.601
Banco Itaú BBA	34.716	-	-
Toronto Dominion Bank	-	-	155
Banco Credit Suisse	75.051	53.600	63.090
Banco C.I.T.	-	-	863
Banco Santander (Brasil)	-	1.638	2.800
Banco Santander	-	-	1.840
Banco do Brasil	2.048	-	-
Banco Citibank	2.776	-	-
Total moeda estrangeira	114.591	56.402	72.349
Total do não circulante	289.979	240.463	203.504
Total	408.230	368.741	331.204

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 2012.

Financiamentos em moeda nacional:

- a) Finame: A Companhia possui 26 contratos de repasse de linhas de Finame do BNDES celebrados com as seguintes instituições financeiras: Banco Votorantim S.A., Banrisul S.A., Banco Itaú BBA S.A., BRDE - Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul S.A. e Banco do Brasil S.A., no valor total de R\$ 10.437 mil. Todos estes contratos têm por

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

objeto o financiamento de máquinas e equipamentos. Tais contratos estão sujeitos a taxas de juros médias de 8,24% a.a., com vencimento final em 2019. 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 2012, os imóveis dados em garantia para tais credores representavam aproximadamente 2.514 hectares de terras da Companhia.

- b) Capital de Giro: A Companhia possui 7 contratos de financiamento para capital de giro com as seguintes instituições financeiras: Banco Safra S.A. e Banco do Brasil S.A., no valor total de R\$ 52.168 mil. Tais financiamentos estão sujeitos a taxas de juros médias de 8,63% a.a. com vencimento final no segundo semestre de 2015. Em garantia de tais operações, a Companhia cedeu fiduciariamente recebíveis e deu em penhor mercantil papel kraft, que, em 31 de dezembro de 2012, representavam R\$ 18.300 mil e R\$ 3.500 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 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
2013	763
2014	634
2015	484
2016	310
2017	109
	<u>2.300</u>

A Companhia constituiu as seguintes garantias reais, que em 31 de dezembro de 2012, representavam montante aproximado de R\$82.580 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 9.500 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 26 contratos de leasing financeiros celebrados com as seguintes instituições financeiras: BB Leasing S.A., Safra Leasing S.A., Banco Itaúleasing S.A. e Toyota Leasing do Brasil S.A. no valor total de R\$ 2.426 mil. Tais contratos estão sujeitos a taxas de juros médias de 15,70% a.a. com vencimento final em 2015. Os equipamentos objetos de tais leasings foram dados em garantia às respectivas arrendadoras.
- e) Operação de CRI: Em 03 de agosto de 2010, a controlada Irani Trading S.A. emitiu Cédulas de Créditos Imobiliários – CCI, lastreadas em contrato de locação celebrado em 20 de outubro de 2009, entre a Irani Trading S.A., na qualidade de locadora, e a Companhia, na qualidade de locatária. A Irani Trading S.A. cedeu as CCIs para a Brazilian Securities Companhia de Securitização (Securitizadora). 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 das CCIs, no montante de R\$40.833 mil, que equivale ao valor presente líquido de 37 parcelas futuras de aluguel à taxa fixa de 14,70% a.a. Esta operação possui no total 37 parcelas mensais e consecutivas fixas no valor de R\$1.364 mil cada, com início em 25 de agosto de 2010 e término em 25 de agosto de 2013, devida pela locatária Celulose Irani S.A. à cedente Irani Trading S.A., por força do contrato de locação. A Companhia constituiu as seguintes garantias reais em favor da Securitizadora, que em 31 de dezembro de 2012, representavam montante aproximado de R\$38.904 mil:
- Hipoteca de imóveis da Companhia, representando aproximadamente 2.572 hectares de terras;
 - Penhor Agrícola dos ativos florestais (*pinus e eucalyptus*) existentes nas áreas objeto de hipoteca, relacionadas no item anterior; e
 - Cessão Fiduciária de Bens e Direitos Creditórios (recebíveis), em montante equivalente a 3 (três) parcelas mensais devidas pela Companhia à controlada Irani Trading S.A., por força do contrato de locação que serve de lastro para a operação.

- f) Debêntures:

(f.1) **Primeira Emissão Pública de Debêntures da Companhia**: A Companhia emitiu, em 25 de março de 2010, debêntures

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

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 ocorrerá 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 período subsequente:

Ano	Principal
2013	851
2014	893
2015	226
	<u>1.970</u>

A Companhia constituiu as seguintes garantias reais em favor dos debenturistas, que em 31 de dezembro de 2012, representavam montante aproximado de R\$159.133 mil, conforme segue:

- Alienação fiduciária de imóveis de propriedade da Companhia, representando 6.410 hectares de terras;
- Alienação fiduciária do imóvel de propriedade da Irani Trading, que representa a unidade industrial de Vargem Bonita;
- 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.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 vencerão em parcela única em agosto de 2015 e sua remuneração consiste na variação do IPCA acrescido de 6%. A remuneração será paga juntamente com a amortização do valor nominal das debêntures em agosto de 2015. 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 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
2013	345
2014	288
2015	225
2016	155
2017	78
	<u>1.091</u>

A Companhia constituiu as seguintes garantias reais em favor dos debenturistas, que em 31 de dezembro de 2012, representavam montante aproximado de R\$ 63.251 mil, conforme segue:

- Alienação fiduciária de imóveis de propriedade da Companhia (terras) em 1º grau no valor de R\$ 9.055 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.

Financiamentos em moeda estrangeira:

Os financiamentos em moeda estrangeira em 31 de dezembro de 2012 estão atualizados pela variação cambial do dólar ou do euro, e sobre os mesmos incidem juros médios de 7,72% a.a. para operações em dólar e de 4,32% a.a. para operações em Euro.

a) Leasing Financeiro: A Companhia celebrou em 04 de agosto de 2008 contrato de leasing financeiro com o Banco C.I.T. (Capita Corporation), no valor total de US\$ 7.700 mil. O saldo do contrato é atualizado pela variação cambial do dólar. Tal contrato

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

está sujeito a juros de Libor acrescidos de 5,95% a.a. e são pagos em parcelas trimestrais com vencimento no final de 2013. O equipamento objeto do leasing foi dado em garantia à respectiva arrendadora.

b) Adiantamentos Contrato de Câmbio (ACCs): A Companhia possui 3 contratos de adiantamento de contrato de câmbio celebrados com o Banco de La Provincia de Buenos Aires e Banco Citibank S.A, com saldo de US\$4.154 mil. O valor devido em tais contratos é atualizado pela variação cambial do dólar e pagos em parcela única, sendo o último vencimento no primeiro semestre de 2013. Tais contratos estão sujeitos a taxas de juros médias de 4,50% a.a. Estes contratos não possuem qualquer garantia da Companhia.

c) Banco Credit Suisse: 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 são 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%. É apresentado abaixo o saldo dos custos de transação a serem apropriados ao resultado em cada exercício subsequente:

Ano	Principal
2013	932
2014	1.142
2015	1.588
2016	2.209
2017	396
	<u>6.267</u>

Em 27 de abril de 2012, a Companhia celebrou um aditamento ao contrato de Pré-Pagamento de Exportação – PPE com o Banco Credit Suisse Brasil (Bahamas) Limited, entre outros, aumentando o prazo médio de pagamento, passando o vencimento final de agosto de 2015 para fevereiro de 2017. Na repactuação também foram liberadas certas garantias da operação conforme abaixo:

- Hipoteca de imóveis da Companhia, objeto das matrículas nº 795, 8452, 8449, 1172 e 1484 dos Cartórios de Registro de Imóveis das Comarcas de Catanduvas- SC e Ponte Serrada – SC, equivalentes a aproximadamente 1.800 hectares de terras. A hipoteca abrange as florestas plantadas em tais imóveis;
- Alienação fiduciária da máquina onduladeira marca B.H.S. da unidade Embalagem de Indaiatuba, Estado de São Paulo e da caldeira marca HPB-Sermatec Mod. VS-500 da unidade papel da Companhia; e
- As ações de emissão da Companhia detidas pela Irani Participações S.A. e que estavam oneradas em favor dos Credores da operação. 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.

No 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 março de 2015; (ii) 3,75 vezes para os trimestres subsequentes até o fim do contrato;
- Ebitda / Despesa Financeira: mantido em 2,00 vezes até o fim do contrato;
- Limitação da dívida líquida em dólar: Excluído; e
- Limitação de investimentos (capital expenditures): Excluído.

As condições econômicas, inclusive a taxa de juros do contrato, não foram alteradas.

Nos trimestres encerrados em 30 de junho e 30 de setembro de 2011 e no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011, a Companhia não foi capaz de manter os níveis mínimos de EBITDA sobre despesas financeiras exigido pelo Credit and Export Prepayment Agreement. Adicionalmente, no trimestre encerrado em 30 de junho de 2011, a Companhia não foi capaz de manter os níveis máximos de dívida líquida em dólares exigido pelo Credit and Export Prepayment Agreement. Tais descumprimentos contratuais foram, contudo, perdoados pelos credores. A Companhia não pode garantir que tais credores voltarão a perdoar qualquer descumprimento contratual semelhante no futuro. Qualquer inadimplência dos termos dos contratos de financiamento, que não for aprovada pelos credores relevantes, pode resultar em uma decisão por parte destes credores de acelerar o saldo em aberto da dívida relevante. Isto, também, pode resultar na execução das garantias e no vencimento antecipado das dívidas de outros contratos de financiamento em virtude das provisões de inadimplências e aceleração cruzada.

Para o exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012, a Companhia atingiu todos os indicadores financeiros restritivos.

d) Banco Santander (Brasil): A Companhia celebrou em 22 de junho de 2007 contrato de financiamento com o Banco Santander

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

(Brasil) S.A., no valor de €3.650 mil e juros de EURIBOR acrescido de 0,125% ao ano. O principal e juros deste contrato são pagos em parcelas anuais com vencimento final em 15 de maio de 2013. Em garantia desta operação, a Companhia ofereceu os direitos da sua carteira de créditos de carbono, oriundos do projeto de co-geração de energia, negociados até 2012.

e) **Banco do Brasil:** A Companhia celebrou em 26 de abril de 2012 contrato de financiamento com o Banco do Brasil S.A., no valor de US\$ 2.072 mil e juros de LIBOR acrescido de 3,75% ao ano. O principal e juros deste contrato são pagos em parcelas semestrais com vencimento final em 21 de dezembro de 2015. Em garantia desta operação, a Companhia ofereceu alienação fiduciária dos equipamentos financiados.

f) **Banco Citibank:** A Companhia celebrou em 09 de agosto de 2012 contrato de financiamento com o Banco Citibank S.A., no valor de US\$ 2.360 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 13 de agosto de 2015. Em garantia desta operação, a Companhia ofereceu alienação fiduciária dos equipamentos financiados.

g) **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 em segundo grau 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.

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.

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) CDCA, Operação de CRI, 1º emissão de Debêntures e CCE (Banco Itaú BBA) (dados consolidados):

- A relação entre a dívida líquida e o EBITDA Ajustado dos últimos 12 meses não poderá ser superior a partir do trimestre fiscal findo em 30 de junho de 2012, a 3,00x. Ressalvado, no entanto, que caso, em um dado trimestre fiscal ("Trimestre Referência"), o descumprimento do indicador de relação entre dívida líquida e o EBITDA Ajustado dos últimos 12 meses, tenha ocorrido em um período onde a Variação Cambial tenha sido positiva e superior a 15%, fica desde já estabelecido que, somente nesta hipótese, a Companhia fica dispensada do cumprimento deste índice financeiro para este trimestre. Haverá uma nova medição deste indicador, com base nos resultados relativos ao trimestre fiscal imediatamente subsequente onde a relação entre a dívida líquida e o EBITDA Ajustado dos últimos 12 Meses não poderá ser superior ao limite pré-estabelecido relativo ao Trimestre Referência.
- A relação entre o EBITDA Ajustado dos últimos 12 meses e a despesa financeira líquida dos últimos 12 meses não poderá ser inferior a partir do trimestre fiscal findo em 30 de junho de 2012, a 2,00x.
- A relação entre o EBITDA Ajustado dos últimos 12 meses e a receita líquida dos últimos 12 meses não poderá ser inferior a 17% em todo o período da operação, até o integral cumprimento de todas as obrigações decorrentes dos documentos da emissão.

ii) *Credit and Export Prepayment Agreement* (Credit Suisse) (dados consolidados):

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

- a) A relação dívida líquida sobre EBITDA (conforme definido no *Credit and Export Prepayment Agreement*) não poderá ser superior a (i) 3,00 vezes para os trimestres findos entre 30 de junho de 2012 e 30 de março de 2015 e (ii) 3,75 vezes para os trimestres subsequentes até o final do contrato.
- b) A relação entre o EBITDA (conforme definido no *Credit and Export Prepayment Agreement*) dos últimos 12 meses e a despesa financeira líquida dos últimos 12 meses não poderá ser inferior a 2,0 vezes até o final do contrato.

iii) Repasse Empréstimo Externo Banco Santander (Brasil) (dados consolidados):

- a) Margem de EBITDA Ajustado igual ou maior a 17%.
- b) Relação dívida líquida sobre EBITDA Ajustado de 3 vezes.
- a) Alavancagem financeira máxima de 2 vezes o patrimônio líquido tangível conforme definido no contrato.

iv) 2ª emissão de Debêntures Simples (dados consolidados):

- a) A relação entre a dívida líquida e o EBITDA Ajustado para o período fiscal findo em 31 de dezembro de 2012 não poderá ser superior a 3,50x.
- b) 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.
- c) 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.
- d) 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.
- e) 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 2012.

Em 31 de dezembro de 2012, a Companhia atendeu os índices exigidos nas cláusulas contratuais acima.

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.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**g) limites de utilização dos financiamentos já contratados**

Em 31 de dezembro de 2012, a Companhia possuía aproximadamente R\$ 571.903 mil de limites de crédito, sendo que R\$ 408.299 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 2012, 2011 e 2010, 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 2012 e 2011

Dados consolidados	Exercício social encerrado em 31 de dezembro de (em milhares de R\$)		
	2012	ah%	2011
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	483.449	2,5	471.614
Custo dos produtos vendidos	(352.251)	1,2	(348.110)
Variação do valor justo dos ativos biológicos	36.767	156,6	14.327
LUCRO BRUTO	167.965	21,9	137.831
(DESPESAS) RECEITAS OPERACIONAIS			
Com vendas	(42.897)	5,7	(40.598)
Gerais e administrativas	(40.653)	6,2	(38.272)
Receitas (despesas) financeiras, líquidas	(50.351)	(4,0)	(52.433)
Outras receitas operacionais	2.952	(56,9)	6.854
Outras despesas operacionais	(9.190)	275,4	(2.448)
Participação dos administradores	(2.931)	(44,2)	(5.251)
LUCRO (PREJUÍZO) OPERACIONAL ANTES DOS EFEITOS TRIBUTÁRIOS	24.895	338,1	5.683
Imposto de renda e contribuição social corrente	(997)	(51,6)	(2.062)
Imposto de renda e contribuição social diferidos	(2.052)	(134,9)	5.885
Participação de acionistas minoritários	(2)	(60,0)	(5)
LUCRO LÍQUIDO DE OPERAÇÕES CONTINUADAS	21.844	129,9	9.501
RESULTADO LÍQUIDO DE OPERAÇÃO DESCONTINUADA	4.537	(3.186,4)	(147)
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	26.381	182,0	9.354

Receita Líquida de Vendas

As receitas líquidas de vendas apresentaram incremento de 2,5%, sendo R\$ 483.449 mil em 2012 em relação a R\$ 471.614 mil em 2011, impactadas positivamente principalmente pelo incremento dos preços e volumes de vendas do Segmento Papel para Embalagens. Dentre as principais variações na receita líquida de vendas da Companhia, destacam-se aumento de aproximadamente: (i) 9,81% na receita líquida das vendas de Papel para Embalagens, de R\$146.324 mil em 2011 para R\$160.680 mil em 2012; (ii) 3,92% na receita líquida das vendas de madeira e resinas, de R\$39.225 mil em 2011 para R\$40.761 mil em 2012. O segmento Embalagem de Papelão Ondulado registrou redução de 1,49% na receita líquida das vendas, de R\$285.886 mil em 2011 para R\$281.639 mil em 2012. O preço médio por tonelada dos segmentos de (i) Embalagem Papelão Ondulado reduziu para R\$ 2.963/ton em 2012 em relação a R\$ 3.091/ton em 2011; e (ii) o segmento Papel para Embalagem registrou aumento de preços de R\$ 2.367/ton em 2011 para R\$ 2.535/ton em 2012, configurando um aumento de 7,1%. Os volumes de vendas do segmento Embalagem Papelão Ondulado apresentaram acréscimo de 2,1% no período, de 123.754 ton em 2011 para 126.340 ton em 2012.

Em 2012, aproximadamente 58% 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, mantendo-se constante com relação ao

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

ano de 2011. Outros 34% da receita líquida de 2012 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, o que também foi consistente com o período anterior. Em 2012, aproximadamente 87,1% 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 87,9% em 2011.

Custo dos produtos vendidos

O custo dos produtos vendidos aumentou 1,2%, sendo R\$ 352.251 mil em 2012 e R\$ 348.110 mil em 2011, devendo-se principalmente ao aumento natural em decorrência do aumento das vendas. Como percentual da receita líquida de vendas, o custo dos produtos vendidos representou 72,9% em 2012 e 73,8% em 2011, uma redução de 0,9 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 156,6%, sendo R\$ 36.767 mil em 2012 e R\$ 14.327 mil em 2011, devido, principalmente ao aumento do volume de madeira das florestas em função do seu incremento (crescimento natural) no ano e pelo incremento de preços médios em 2012 em relação aos praticados no exercício anterior, o que ocasionaram um aumento geral do valor de mercado das florestas da Companhia em 2012.

Lucro Bruto

Como resultado de efeitos combinados de aumento da receita líquida de vendas e do considerável aumento do valor justo dos ativos biológicos, o lucro bruto da Companhia aumentou 21,9%, para R\$ 167.965 mil em 2012 de R\$ 137.831 mil em 2011.

Despesas Operacionais**Com vendas**

As despesas operacionais com vendas aumentaram aproximadamente 5,7%, para R\$ 42.897 mil em 2012 contra os R\$ 40.598 mil registrados em 2011, 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 aumentaram de 8,6% em 2011 para 8,9% em 2012, um aumento de 0,3 ponto percentual da receita líquida de vendas.

Gerais e Administrativas

As despesas operacionais gerais e administrativas aumentaram aproximadamente 6,2%, para R\$ 40.653 mil em 2012 em relação aos R\$ 38.272 mil em 2011. Este aumento foi gerado principalmente devido ao ajuste natural de despesas com pessoal no período, que tem maior representatividade neste grupo. Como percentual da receita líquida de vendas, as despesas operacionais gerais e administrativas da Companhia aumentaram de 8,1% em 2011 para 8,4% em 2012, um aumento de 0,3 pontos percentuais da receita líquida de vendas.

Receitas (despesas) financeiras, líquidas (Resultado Financeiro)

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

(em milhares de R\$)	Exercício Social encerrado em	
	31.12.2012	31.12.2011
Receitas financeiras		
Rendimentos de aplicações financeiras	5.646	5.742
Juros	1.134	1.454
Descontos obtidos	301	175
	<u>7.081</u>	<u>7.371</u>
Variação cambial		
Variação cambial ativa	12.258	17.945
Variação cambial ativa - derivativos a valor justo	199	5.247
Variação cambial passiva	(17.358)	(27.783)
Variação cambial passiva - derivativos a valor justo	(486)	(2.415)
Variação cambial líquida	<u>(5.387)</u>	<u>(7.006)</u>
Despesas financeiras		
Juros	(51.008)	(51.010)
Descontos concedidos	(83)	(78)
Deságios/despesas bancárias	(255)	(98)
Outros	(699)	(1.612)
	<u>(52.045)</u>	<u>(52.798)</u>
Resultado financeiro líquido	<u>(50.351)</u>	<u>(52.433)</u>
Resultado Financeiro Líquido da Operação Descontinuada	<u>(193)</u>	<u>(82)</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\$ 7.081 mil em 2012, comparado com R\$ 7.371 mil em 2011, como resultado, principalmente, da redução (i) dos rendimentos de aplicações financeiras que representaram R\$ 5.646 mil em 2012 e R\$ 5.742 mil em 2011 devido ao menor volume de recursos aplicados no período; e (ii) dos juros cobrados de clientes no período, de R\$ 1.134 mil em 2012, contra R\$ 1.454 mil em 2011. 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\$ 5.387 mil em 2012, comparado a uma despesa de R\$ 7.006 mil em 2011, 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\$ 9.286 mil como Ajuste de Avaliação Patrimonial, no seu Patrimônio Líquido (Hedge Accounting) As despesas financeiras líquidas da Companhia reduziram 1,43%, totalizando R\$ 52.045 mil, em relação aos R\$ 52.798 mil de 2011, principalmente em função da redução da variação cambial negativa reconhecida no resultado neste exercício.

O Resultado Financeiro Líquido da Operação Descontinuada deve-se a alienação da participação acionária detida na controlada Meu Móvel de Madeira – Comércio de Móveis e Decorações Ltda realizada em 20 de dezembro de 2012.

Sendo assim, o resultado financeiro da Companhia reduziu 3,97%, representando uma despesa de R\$ 50.351 mil em 2012, em relação à despesa de R\$ 52.433 mil em 2011. Como percentual da receita líquida de vendas, nosso resultado financeiro reduziu de 11,12% em 2011 para 10,41% em 2012, uma redução de 0,71 ponto percentual da receita líquida de vendas.

Outras receitas operacionais

(em milhares de R\$)	Exercício Social encerrado em	
	31.12.2012	31.12.2011
Receita de bens alienados	235	2.298
Outras receitas operacionais	2.717	4.556
	<u>2.952</u>	<u>6.854</u>

As outras receitas operacionais da Companhia apresentaram uma diminuição de aproximadamente 56,9%, passando para R\$ 2.952 mil em 2012, contra R\$ 6.854 mil em 2011, devido, principalmente pela redução da receita com alienação de bens, e ainda, por ter sido reconhecido em 2011 reversão de provisões para perda em processo tributário, reconhecida anteriormente.

Outras despesas operacionais

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

(em milhares de R\$)	Exercício Social encerrado em	
	31.12.2012	31.12.2011
Custo dos bens sinistrados e alienados	(1.022)	(1.405)
Outras despesas operacionais	(7.791)	(1.043)
Pagamento baseado em ações	(377)	-
	<u>(9.190)</u>	<u>(2.448)</u>

As outras despesas operacionais da Companhia aumentaram 275,4%, para R\$ 9.190 mil em 2012, em relação aos R\$ 2.448 mil em 2011, em função, principalmente, de (i) custos de transação para a emissão de títulos e valores mobiliários da Companhia no montante de R\$ 4.260 mil, a qual foi cancelada por meio do pedido de desistência do pedido de registro de oferta pública protocolado junto a CVM – Comissão de Valores Mobiliários, em 27 de agosto de 2012; e (ii) baixas de ativos na controlada HGE – Geração de Energia Sustentável Ltda no montante de R\$ 2.424 mil.

Participação dos administradores

A despesa com participação dos administradores reduziu 44,2%, para R\$ 2.931 mil em 2012, contra os R\$ 5.251 mil em 2011. Em 2011, dos valores reconhecidos, R\$ 3.790 mil se referiam à participação dos empregados nos resultados da Companhia. Já em 2012, a participação dos empregados nos resultados da Companhia foi reconhecida na rubrica despesas operacionais gerais e administrativas, despesas com vendas e custos, ocasionando esta variação a menor de 44,2% em 2012 na comparação com 2011. 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.

Resultado da equivalência patrimonial

Não houve qualquer valor registrado nos exercícios de 2012 e 2011 como resultado de equivalência patrimonial.

Lucro operacional antes dos efeitos tributários

Como resultado do explicado acima, em especial quanto ao incremento da variação do valor justo dos ativos biológicos que, em 2012, está afetando positivamente o resultado, o lucro operacional antes dos efeitos tributários da Companhia aumentou 338,1%, totalizando R\$ 24.895 mil, em relação aos R\$ 5.683 mil em 2011.

Resultado líquido da operação descontinuada

A Companhia registrou, em 2012, como resultado da operação descontinuada, um lucro de R\$ 4.537 gerado em decorrência da alienação de participação societária detida na controlada Meu Móvel de Madeira – Comércio de Móveis e Decorações Ltda, que ocorreu em 20 de dezembro de 2012. Estão reconhecidos neste valor os resultados das operações da controlada e o resultado líquido de sua alienação. Em 2011, foi reconhecido como resultado líquido da operação descontinuada, prejuízo de R\$ 147 mil proveniente das operações desta controlada.

Lucro líquido do exercício

Como resultado do exposto acima, o lucro líquido da Companhia totalizou R\$ 26.381 mil no exercício encerrado em 2012, 182,0% maior que os R\$ 9.354 mil no mesmo período de 2011. A margem líquida foi de 5,5% em 2012, contra 2,0% apurada em 2011.

Comentários sobre alterações significativas verificáveis na comparação entre as demonstrações de resultado consolidados dos exercícios de 2011 e 2010.

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

Dados consolidados	Exercício social encerrado em 31 de dezembro de (em milhares de R\$)		
	2011	ah%	2010
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	471.614	6,5	442.686
Custo dos produtos vendidos	(348.110)	8,8	(320.090)
Variação do valor justo dos ativos biológicos	14.327	(71,8)	50.738
LUCRO BRUTO	137.831	(20,5)	173.334
(DESPESAS) RECEITAS OPERACIONAIS			
Com vendas	(40.598)	7,8	(37.661)
Gerais e administrativas	(38.272)	(21,0)	(48.458)
Receitas (despesas) financeiras, líquidas	(52.433)	26,0	(41.619)
Outras receitas operacionais	6.854	62,2	4.226
Outras despesas operacionais	(2.448)	(40,3)	(4.102)
Participação dos administradores	(5.251)	37,5	(3.818)
LUCRO (PREJUÍZO) OPERACIONAL ANTES DOS EFEITOS TRIBUTÁRIOS	5.683	(86,4)	41.902
Imposto de renda e contribuição social corrente	(2.062)	(46,2)	(3.831)
Imposto de renda e contribuição social diferidos	5.885	2.599,5	218
Participação de acionistas minoritários	(5)	400,0	(1)
LUCRO LÍQUIDO DE OPERAÇÕES CONTINUADAS	9.501	(75,2)	38.288
RESULTADO LÍQUIDO DE OPERAÇÃO DESCONTINUADA	(147)	(96,3)	(3.928)
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	9.354	(72,8)	34.360

Receita Líquida de Vendas

As receitas líquidas de vendas aumentaram aproximadamente 6,5%, sendo R\$471.614 mil em 2011 em relação a R\$442.686 mil em 2010, impactada positivamente, principalmente, à boa performance operacional das unidades industriais da Companhia e aos aumentos de preços dos principais produtos comercializados devido ao aquecimento do mercado interno. Dentre as principais variações na receita líquida de vendas da Companhia, destacam-se o aumento de aproximadamente: (i) 6,04% na receita líquida das vendas de Embalagem de Papelão Ondulado, de R\$269.610 mil em 2010 para R\$285.886 mil em 2011; (ii) 8,48% na receita líquida das vendas de Papel para Embalagens, de R\$134.887 mil em 2010 para R\$146.324 mil em 2011; (iii) 23,43% na receita líquida das vendas de madeira e resinas, de R\$31.778 mil em 2010 para R\$39.225 mil em 2011. O preço médio por tonelada dos segmentos de (i) Embalagem Papelão Ondulado aumentou para R\$3.091/ton em 2011 em relação a R\$2.907/ton no em 2010; e (ii) Papel para Embalagem aumentou para R\$2.367/ton em 2011 em relação a R\$2.206/ton no mesmo período em 2010. Os volumes de vendas do segmento de Embalagem Papelão Ondulado apresentaram acréscimo de 0,3% no período, de 123,350 ton em 2010 para 123.754 ton em 2011.

Em 2011, aproximadamente 58% 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, mantendo-se constante com relação ao ano de 2010. Outros 34% da receita líquida de 2011 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, o que também foi consistente com o período anterior. Em 2011, aproximadamente 87,9% 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 88,9% em 2010.

Custo dos Produtos Vendidos

O custo dos produtos vendidos aumentou 8,8%, sendo R\$348.110 mil em 2011 e R\$320.090 mil em 2010, devendo-se, principalmente, ao crescimento dos volumes vendidos e à reclassificação, na rubrica de custo de produtos vendidos, de alguns gastos relacionados diretamente às unidades produtivas que estavam sendo considerados em despesas gerais e administrativas. Como percentual da receita líquida de vendas, o custo dos produtos vendidos representou 73,8% em 2011 e 72,3% em 2010, um aumento de 1,5 ponto percentual da receita líquida de vendas.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais***Variação do valor justo dos ativos biológicos***

O resultado da variação no valor dos ativos biológicos da Companhia reduziu 71,8%, sendo R\$14.327 mil em 2011 e R\$50.738 mil em 2010, devido, principalmente, ao menor crescimento dos preços da madeira no mercado, que sofreram grande aumento no exercício social anterior em virtude do ajuste de preço no mercado após a crise econômica global em 2008/2009.

Lucro Bruto

Como resultado de efeitos combinados de aumento da receita líquida de vendas, da considerável diminuição do valor justo dos ativos biológicos e do aumento do custo dos produtos vendidos, o lucro bruto da Companhia diminuiu 20,5%, para R\$137.831 mil em 2011 de R\$173.334 mil em 2010.

Despesas Operacionais***Com Vendas***

As despesas operacionais com vendas aumentaram aproximadamente 7,8%, para R\$40.598 mil em 2011 contra os R\$37.661 mil registrados em 2010, principalmente em função do aumento no volume total de vendas e aos reajustes naturais das despesas, tais como, com pessoal e despesas variáveis de vendas (comissões e fretes de vendas). Como percentual da receita líquida de vendas, as despesas com vendas da Companhia aumentaram de 8,51% em 2010 para 8,61% em 2011, um aumento de 0,10 ponto percentual da receita líquida de vendas.

Gerais e administrativas

As despesas operacionais gerais e administrativas reduziram aproximadamente 21%, para R\$38.272 mil em 2011 em relação aos R\$48.458 mil em 2010. Esta redução foi gerada devido a Companhia ter adequado a classificação de alguns gastos relacionados diretamente às unidades produtivas ao custo dos produtos vendidos e que anteriormente estavam sendo consideradas despesas gerais e administrativas, tais como o custo com expedição dos produtos da Companhia e os gastos com estrutura de controle florestal necessários para a produção de madeira utilizada no processo produtivo da indústria. Como percentual da receita líquida de vendas, as despesas operacionais gerais e administrativas da Companhia reduziram de 10,95% em 2010 para 8,12% em 2011, uma redução de 2,8 pontos percentuais da receita líquida de vendas.

Receitas (despesas) financeiras, líquidas (Resultado Financeiro)

(em milhares de R\$)	Exercício Social encerrado em	
	31.12.2011	31.12.2010
Receitas financeiras		
Rendimentos de aplicações financeiras	5.742	4.737
Juros	1.454	986
Descontos obtidos	175	215
	<u>7.371</u>	<u>5.938</u>
Variação cambial		
Variação cambial ativa	17.945	28.831
Variação cambial ativa - derivativos a valor justo	5.247	1.999
Variação cambial passiva	(27.783)	(26.641)
Variação cambial passiva - derivativos a valor justo	<u>(2.415)</u>	<u>(4.549)</u>
Variação cambial líquida	<u>(7.006)</u>	<u>(360)</u>
Despesas financeiras		
Juros	(51.010)	(44.518)
Descontos concedidos	(78)	(181)
Deságios/despesas bancárias	(98)	(552)
Outros	<u>(1.612)</u>	<u>(1.946)</u>
	<u>(52.798)</u>	<u>(47.197)</u>
Resultado financeiro líquido	<u>(52.433)</u>	<u>(41.619)</u>
Resultado Financeiro Líquido da Operação Descontinuada	<u>(82)</u>	<u>(1.124)</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\$7.371 mil em 2011, comparado com R\$5.938 mil em 2010, como resultado, principalmente, do aumento (i) dos rendimentos de aplicações financeiras que representaram R\$5.742 mil em 2011 e R\$4.737 mil em 2010 devido ao maior volume de recursos aplicados no período; e (ii) dos descontos obtidos junto a

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

forneecedores e juros cobrados de clientes no período, de R\$1.454 mil em 2011, contra R\$986 mil em 2010. 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\$7.006 mil em 2011, comparado a uma despesa de R\$360 mil em 2010, devido, principalmente, à continuação da apreciação do Real frente ao dólar e ao euro e à avaliação dos derivativos contratados pela Companhia a seu valor justo. As despesas financeiras líquidas da Companhia cresceram 11,87%, totalizando R\$52.798 mil em 2011, em relação aos R\$47.197 mil em 2010, principalmente em função do aumento da variação cambial negativa e da despesa com juros pagos nas operações financeiras da Companhia, no valor de R\$6.492 mil, que foi resultado da alta das taxas de juros em geral no Brasil em 2011.

O Resultado Financeiro Líquido da Operação Descontinuada deve-se ao encerramento das atividades de fabricação de móveis em sua unidade própria localizada em Rio Negrinho (SC), bem como a alienação de seus ativos.

Sendo assim, o resultado financeiro da Companhia aumentou 26,0%, representando uma despesa de R\$52.433 mil em 2011, em relação à despesa de R\$41.619 mil em 2010. Como percentual da receita líquida de vendas, nosso resultado financeiro aumentou de 9,40% em 2010 para 11,12% em 2011, um aumento de 1,72 ponto percentual da receita líquida de vendas.

Outras receitas operacionais

(em milhares de R\$)	Exercício Social encerrado em	
	31.12.2011	31.12.2010
Receita de bens alienados	2.298	2.059
Reversão de contingência	-	174
Outras receitas operacionais	4.556	1.212
Créditos extemporâneos PIS, COFINS e ICMS	-	781
	<u>6.854</u>	<u>4.226</u>

As outras receitas operacionais da Companhia apresentaram um crescimento de aproximadamente 62,2%, passando para R\$6.854 mil em 2011, contra R\$4.226 mil em 2010, devido, principalmente, à reversão de provisões para perda em processo tributário reconhecida anteriormente.

Outras despesas operacionais

(em milhares de R\$)	Exercício Social encerrado em	
	31.12.2011	31.12.2010
Custo dos bens sinistrados e alienados	(1.405)	(2.780)
Outras despesas operacionais	(1.043)	(1.112)
Provisão para perda em controlada	-	(210)
	<u>(2.448)</u>	<u>(4.102)</u>

As outras despesas operacionais da Companhia reduziram 40,3%, para R\$2.448 mil em 2011, em relação aos R\$4.102 mil em 2010, em função, principalmente, da redução do custo dos bens sinistrados e alienados da Companhia.

Participação dos administradores

A despesa com participação dos administradores cresceu 37,5%, para R\$5.251 mil em 2011, contra os R\$3.818 mil em 2010. Dos valores pagos em 2011, R\$ 3.790 mil se referem à participação dos empregados nos resultados da Companhia.

Resultado de equivalência patrimonial

Não houve qualquer valor registrado nos exercícios de 2011 e 2010 como resultado de equivalência patrimonial.

Lucro operacional antes dos efeitos tributários

Como resultado do explicado acima, em especial quanto à variação do valor justo dos ativos biológicos, o lucro operacional antes dos efeitos tributários da Companhia reduziu 86,4%, totalizando R\$5.683 mil em 2011, em relação aos R\$41.902 mil em 2010.

Prejuízo líquido de operação descontinuada

A Companhia registrou valor como prejuízo de operação descontinuada em 2011 de R\$ 147 mil separadas às demonstrações financeiras das demais operações, em decorrência da alienação da participação societária detida na controlada Meu Móvel de Madeira – Comércio de Móveis e Decorações Ltda realizada em 20 de dezembro de 2012. Em 2010, a Companhia registrou prejuízo de R\$3.928 mil em função do encerramento das atividades de fabricação de móveis da fábrica em Rio Negrinho, Estado de Santa Catarina.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Lucro líquido do exercício**

Como resultado do exposto acima, o lucro líquido da Companhia totalizou R\$9.354 mil no exercício encerrado em 2011, 72,8% menor que os R\$34.360 mil no mesmo período em 2010. A margem líquida foi de 1,98% em 2011, contra 7,76% apurada em 2010.

2. BALANÇOS PATRIMONIAIS

Comentários sobre alterações significativas verificáveis na comparação entre os balanços patrimoniais consolidados da Companhia nos exercícios sociais de 2012 e 2011.

ATIVO (em milhares de R\$)	31.12.2012	ah%	31.12.2011
CIRCULANTE			
Caixa e equivalentes de caixa	96.922	29,7	74.722
Contas a receber de clientes	96.781	4,9	92.231
Estoques	38.110	(0,6)	38.356
Impostos a recuperar	4.083	(53,0)	8.687
Bancos conta vinculada	931	(81,9)	5.143
Outros ativos	12.845	2,4	12.545
	<u>249.672</u>	<u>7,8</u>	<u>231.684</u>
NÃO CIRCULANTE			
Realizável a longo prazo			
Impostos a recuperar	2.766	27,9	2.162
Imposto de renda e contribuição social diferidos	-	(100,0)	16.632
Depósitos Judiciais	632	(49,8)	1.258
Bancos conta vinculada	-	(100,0)	3.531
Outros ativos	9.218	343,4	2.079
Partes relacionadas	1.553	-	-
Propriedade para investimento	-	(100,0)	4.997
Imobilizado	679.734	0,2	678.311
Intangível	1.223	10,9	1.103
Ativos biológicos	263.292	9,7	239.997
	<u>958.418</u>	<u>0,9</u>	<u>950.070</u>
TOTAL DO ATIVO	<u>1.208.090</u>	<u>2,2</u>	<u>1.181.754</u>

Os ativos totais consolidados da Companhia sofreram aumento de 2,2%, totalizando R\$1.208.090 mil em 2012, em comparação com R\$1.181.754 mil em 2011, explicado principalmente pelas variações nas rubricas comentadas abaixo:

Caixa e equivalentes de caixa

(em milhares de R\$)		
	<u>31.12.2012</u>	<u>31.12.2011</u>
Fundo fixo	21	21
Bancos	1.373	2.477
Aplicações financeiras	<u>95.528</u>	<u>72.224</u>
	<u>96.922</u>	<u>74.722</u>

O saldo do caixa e equivalentes de caixa apresentaram um crescimento de 29,7%, totalizando R\$96.922 mil em 2012, contra os R\$74.722 mil em 2011, justificado, principalmente, pelo maior volume de recursos em aplicações financeiros oriundos de

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

captações realizadas em 2012. As aplicações financeiras foram feitas em renda fixa (CDB) e remuneradas a uma taxa média de 100,5% do CDI.

Contas a receber de clientes

As contas a receber de clientes da Companhia sofreram aumento de 4,9%, totalizando R\$96.781 mil em 2012, em comparação com R\$92.231 mil em 2011. Este crescimento está diretamente relacionado ao crescimento da receita de vendas verificado em 2012.

(em milhares de R\$)	31.12.2012	31.12.2011
Contas a receber de:		
Clientes - mercado interno	95.252	94.577
Clientes - mercado externo	8.447	4.198
	<u>103.699</u>	<u>98.775</u>
Provisão para créditos de liquidação duvidosa	(6.918)	(6.544)
	<u>96.781</u>	<u>92.231</u>

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

(em milhares de R\$)	31.12.2012	31.12.2011
A vencer	86.729	83.628
Vencidos até 30 dias	6.811	7.125
Vencidos de 31 a 60 dias	1.900	386
Vencidos de 61 a 90 dias	241	124
Vencidos de 91 a 180 dias	95	180
Vencidos há mais de 180 dias	7.923	7.332
	<u>103.699</u>	<u>98.775</u>

Estoques

Os estoques da Companhia ficaram estáveis, totalizando R\$38.110 mil em 2012, em comparação com R\$38.356 mil em 2011. A Diretoria da Companhia entende que os níveis de estoques apresentados se mantêm em patamares compatíveis com as operações.

(em milhares de R\$)	31.12.2012	31.12.2011
Produtos acabados	4.334	7.442
Materiais de produção	19.931	18.364
Materiais de consumo	13.086	11.924
Outros estoques	759	626
	<u>38.110</u>	<u>38.356</u>

Bancos Conta Vinculada

O ativo bancos conta vinculada sofreu diminuição de 89,3%, totalizando R\$931 mil em 2012, em comparação com R\$8.674 mil em 2011, em função da repactuação do contrato objeto da retenção realizada em 27 de abril de 2012.

(em milhares de R\$)	31.12.2012	31.12.2011
Banco do Brasil - Nova York	931	3.840
Banco Credit Suisse - Brasil	-	4.834
	<u>931</u>	<u>8.674</u>
Parcela do circulante	931	5.143
Parcela do não circulante	-	3.531

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

Banco do Brasil – New York - 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 vincenda em fevereiro de 2013. 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.

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 2011 e de 2012 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 7,0%, totalizando R\$17.797 mil em 2012, em comparação com R\$16.632 mil em 2011, 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 1,0%, totalizando R\$201.600 mil em 2012, em comparação com R\$199.511 mil em 2011, 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>31.12.2012</u>	<u>31.12.2011</u>	
Imposto de renda diferido ativo			
Sobre provisões temporárias	11.462	11.293	
Sobre prejuízo fiscal	1.624	932	
Contribuição social diferida ativa			
Sobre provisões temporárias	4.126	4.071	
Sobre prejuízo fiscal	<u>585</u>	<u>336</u>	
	<u>17.797</u>	<u>16.632</u>	
PASSIVO			
	<u>31.12.2012</u>	<u>31.12.2011</u>	
Imposto de renda diferido passivo			
Variação cambial a realizar pelo regime de caixa	4.344	5.477	
Valor justo dos ativos biológicos	38.628	31.737	
Custo atribuído do ativo biológico e revisão da vida útil	106.913	108.579	
Subvenção governamental	505	709	
Hedge de fluxo de caixa	(2.322)	-	
Contribuição social diferida passiva			
Variação cambial a realizar pelo regime de caixa	1.564	1.971	
Valor justo dos ativos biológicos	14.133	11.695	
Custo atribuído do ativo biológico e revisão da vida útil	38.489	39.087	
Subvenção governamental	182	256	
Hedge de fluxo de caixa	(836)	-	
	<u>201.600</u>	<u>199.511</u>	
Passivo de imposto diferido (líquido)	<u>183.803</u>	<u>182.879</u>	

Ativo Biológico

Os ativos biológicos da Companhia aumentaram 9,7% totalizando R\$263.292 mil em 2012, em comparação com R\$239.997 mil em 2011 e compreendem o cultivo e plantio de florestas de pinus e eucalyptus 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

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

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>31.12.2012</u>	<u>31.12.2011</u>
Custo de formação dos ativos biológicos	78.602	74.107
Diferencial do valor justo	<u>184.690</u>	<u>165.890</u>
Ativo biológico a valor justo	<u>263.292</u>	<u>239.997</u>

Passivo e Patrimônio Líquido**PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO**

(em milhares de R\$)

CIRCULANTE

	<u>31.12.2012</u>	<u>ah%</u>	<u>31.12.2011</u>
Captações	79.225	(22,5)	102.278
Debêntures	39.026	50,1	26.000
Fornecedores	43.747	16,0	37.713
Obrigações sociais e previdenciárias	23.657	24,4	19.021
Obrigações tributárias	6.684	(4,9)	7.031
IR e CSLL a pagar	891	2,5	869
Parcelamentos tributários	5.235	11,8	4.682
Adiantamento de clientes	975	(15,9)	1.159
Dividendos a pagar	9.957	77,6	5.607
Outras contas a pagar	10.485	12,3	9.333
	<u>219.882</u>	<u>2,9</u>	<u>213.693</u>

NÃO CIRCULANTE

Exigível a longo prazo

Captações	209.001	16,1	179.983
Debêntures	80.978	33,9	60.480
Provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários	38.037	(8,8)	41.717
Parcelamentos tributários	6.379	(41,1)	10.839
Obrigações Tributárias	16.005	44,7	11.062
Outras contas a pagar	-	(100,0)	219
Imposto de renda e contribuição social diferidos	183.803	(7,9)	199.511
	<u>534.203</u>	<u>6,0</u>	<u>503.811</u>

PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Capital social	103.976	64,0	63.381
Pagamento baseado em ações	377	-	-
Ações em tesouraria	(8.842)	333,9	(2.038)
Reserva legal	1.787	(46,4)	3.331
Reserva de ativos biológicos	69.828	(6,6)	74.743
Ajustes de avaliação patrimonial	243.241	(5,9)	258.547
Reserva de retenção de lucros	43.632	(34,2)	66.266

PATRIMÔNIO LÍQUIDO ATRIBUÍVEL AOS

ACIONISTAS CONTROLADORES	<u>453.999</u>	<u>(2,2)</u>	<u>464.230</u>
PARTICIPAÇÃO DOS NÃO CONTROLADORES	<u>6</u>	<u>(70,0)</u>	<u>20</u>
	<u>454.005</u>	<u>(2,2)</u>	<u>464.250</u>

TOTAL DO PASSIVO E DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	<u>1.208.090</u>	<u>2,2</u>	<u>1.181.754</u>
---	-------------------------	-------------------	-------------------------

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

O passivo e patrimônio líquido totais consolidados da Companhia sofreram aumento de 2,2%, totalizando R\$1.208.090 mil em 2012, em comparação com R\$1.181.754 mil em 2011, explicado principalmente pelas variações nas rubricas comentadas abaixo:

Passivo**Captações**

O saldo da conta captações apresentou redução de 22,5% no curto prazo, totalizando R\$79.225 mil em 2012, contra os R\$102.278 mil em 2011, e aumento de 16,1% no longo prazo, totalizando R\$ 209.001 mil em 2012, contra R\$ 179.983 mil em 2011. As variações nas contas de captações, debêntures e operação de CRI 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 apresentou aumento de 16,0%, atingindo R\$43.747 mil em 2012, contra os R\$37.713 mil em 2011. A variação decorre principalmente das movimentações nos prazos médios de pagamento aos fornecedores.

(em milhares de R\$)

	31.12.2012	31.12.2011
CIRCULANTE		
Interno		
Materiais	31.210	27.741
Ativo imobilizado	2.112	1.975
Prestador de serviços	2.597	2.603
Transportadores	5.514	5.271
Ativo imobilizado em remessa	2.168	-
Consignação	65	-
Externo		
Materiais	81	123
	<u>43.747</u>	<u>37.713</u>

Parcelamentos Tributários

Os saldos dos parcelamentos tributários referente a Refis Receita Federal e também referente ao ICMS que sofreram redução em virtude dos pagamentos realizados nos períodos. O INSS Patronal teve reconhecimento em 2010 e a redução em 2012 também ocorreu em função do pagamento das parcelas.

(em milhares de R\$)

CIRCULANTE		
	31.12.2012	31.12.2011
Parcelamento REFIS Receita Federal	2.360	2.177
Parcelamento ICMS	1.988	1.694
Parcelamento INSS Patronal	862	811
Parcelamento FNDE	25	-
	<u>5.235</u>	<u>4.682</u>

NÃO CIRCULANTE

	31.12.2012	31.12.2011
Parcelamento REFIS Receita Federal	3.945	6.253
Parcelamento ICMS	1.304	2.784
Parcelamento INSS Patronal	1.054	1.802
Parcelamento FNDE	76	-
	<u>6.379</u>	<u>10.839</u>

Provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários

O saldo da provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários apresentou redução de 8,8%, atingindo R\$38.037 mil em 2012,

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

contra os R\$41.717 mil em 2011. A Companhia, amparada em pareceres e opiniões dos assessores internos e externos da Companhia, mantém provisões para os processos judiciais e administrativos cuja perda é classificada como provável. A redução nas provisões cíveis deu-se principalmente em função de pagamentos realizados no exercício. Atualmente são mantidas provisões cíveis para pedidos de indenização de rescisões contratuais de representação comercial. Atualmente são mantidas provisões trabalhistas para reclamações formalizadas por ex- funcionários pleiteando pagamento de hora-extra, adicional de insalubridade, periculosidade, enfermidades e acidentes de trabalho. As provisões tributárias são diminuídas em função de reversões realizadas no exercício.

(em milhares de R\$)

	<u>31.12.2012</u>	<u>31.12.2011</u>
Provisão cíveis	985	1.308
Provisão trabalhistas	892	566
Provisão tributárias	36.160	39.843
	<u>38.037</u>	<u>41.717</u>
Depósitos Judiciais	632	1.258
Parcela do circulante	-	-
Parcela do não circulante	38.037	41.717

Patrimônio Líquido

As principais variações nas contas do patrimônio líquido entre os exercícios findos em 31 de dezembro de 2012 e 2011 são apresentadas abaixo:

Ações em tesouraria

A variação na conta foi proveniente do Direito de Recesso dos acionistas titulares de ações preferenciais da Companhia que decidiram exercer o direito de retirar-se da Companhia devido a alteração nas vantagens atribuídas às ações preferenciais da Companhia deliberadas na Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária de 19 de abril de 2012. Os acionistas foram reembolsados do valor das ações com base no valor patrimonial constante do balanço de 31 de dezembro de 2011. O valor referente ao Direito de Recesso totalizou R\$ 6.804 mil, e foram adquiridas 2.352.100 ações preferenciais.

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 2012, o valor destinado para constituição desta reserva foi de R\$1.319 mil e em 2011 foram destinados R\$468 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 2012 é de R\$ 69.828 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 2012, o saldo desta reserva é de R\$43.632 mil e em 2011, o saldo era de R\$66.266 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

Comentários sobre alterações significativas verificáveis na comparação entre os balanços patrimoniais consolidados da Companhia dos exercícios encerrados em 2011 e 2010

Ativo

ATIVO (em milhares de R\$)	31.12.2011	ah%	31.12.2010
CIRCULANTE			
Caixa e equivalentes de caixa	74.722	85,1	40.362
Contas a receber de clientes	92.231	16,9	78.900
Estoques	38.356	(1,7)	39.007
Impostos a recuperar	8.687	0,4	8.650
Bancos conta vinculada	5.143	(19,9)	6.419
Outros ativos	12.545	39,8	8.975
	<u>231.684</u>	<u>27,1</u>	<u>182.313</u>
NÃO CIRCULANTE			
Realizável a longo prazo			
Impostos a recuperar	2.162	(10,0)	2.401
Imposto de renda e contribuição social diferidos	16.632	16,7	14.252
Depósitos Judiciais	1.258	(83,3)	7.513
Bancos conta vinculada	3.531	(13,1)	4.065
Outros ativos	2.079	(59,4)	5.118
Propriedade para investimento	4.997	(23,8)	6.560
Imobilizado	678.311	(0,9)	684.323
Intangível	1.103	-	-
Ativos biológicos	239.997	0,7	238.215
	<u>950.070</u>	<u>(1,3)</u>	<u>962.447</u>
TOTAL DO ATIVO	<u>1.181.754</u>	<u>3,2</u>	<u>1.144.760</u>

Os ativos totais consolidados da Companhia sofreram aumento de 3,2%, totalizando R\$1.181.754 mil em 2011, em comparação com R\$1.144.760 mil em 2010, explicado principalmente pelas variações nas rubricas comentadas abaixo:

Caixa e equivalentes de caixa

(em milhares de R\$)

	31.12.2011	31.12.2010
Fundo fixo	21	21
Bancos	2.477	2.445
Aplicações financeiras	72.224	37.896
	<u>74.722</u>	<u>40.362</u>

O saldo do caixa e equivalentes de caixa apresentaram um crescimento de 85,1%, totalizando R\$74.722 mil em 2011, contra os R\$40.362 mil em 2010, justificado, principalmente, pelas operações de crédito de maior volume realizadas pela Companhia em 2011 e a manutenção em caixa de valores para fazer frente aos compromissos a serem cumpridos no início de 2012. As aplicações financeiras foram feitas em renda fixa (CDB) e remuneradas a uma taxa média de 102,5% do CDI.

Contas a receber de clientes

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

As contas a receber de clientes da Companhia sofreram aumento de 16,9%, totalizando R\$92.231 mil em 2011, em comparação com R\$78.900 mil em 2010. Este crescimento está diretamente relacionado ao crescimento da receita de vendas nesses períodos, e ainda, por algum aumento de prazo médio de vendas.

(em milhares de R\$)	31.12.2011	31.12.2010
Contas a receber de:		
Clientes - mercado interno	94.577	82.357
Clientes - mercado externo	4.198	2.949
	98.775	85.306
Provisão para créditos de liquidação	(6.544)	(6.406)
	92.231	78.900

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

(em milhares de R\$)	31.12.2011	31.12.2010
A vencer	83.628	75.644
Vencidos até 30 dias	7.125	2.203
Vencidos de 31 a 60 dias	386	563
Vencidos de 61 a 90 dias	124	288
Vencidos de 91 a 180 dias	180	48
Vencidos há mais de 180 dias	7.332	6.560
	98.775	85.306

Estoques

Os estoques da Companhia sofreram diminuição de 1,7%, totalizando R\$38.356 mil em 2011, em comparação com R\$39.007 mil em 2010. A Diretoria da Companhia entende que os níveis de estoques apresentados se mantêm em patamares compatíveis com as operações.

(em milhares de R\$)	31.12.2011	31.12.2010
Produtos acabados	7.442	7.975
Materiais de produção	18.364	20.370
Materiais de consumo	11.924	10.340
Outros estoques	626	322
	38.356	39.007

Bancos Conta Vinculada

O ativo bancos conta vinculada sofreu diminuição de 17,3%, totalizando R\$8.674 mil em 2011, em comparação com R\$10.484 mil em 2010, em função de resgate realizado pela Companhia das parcelas liberadas durante o período.

(em milhares de R\$)	31.12.2011	31.12.2010
Banco do Brasil - Nova York	3.840	5.976
Banco Credit Suisse - Brasil	4.834	4.508
	8.674	10.484
Parcela do circulante	5.143	6.419
Parcela do não circulante	3.531	4.065

Banco do Brasil – New York - 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 vincenda em fevereiro de

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

2012.

Banco Credit Suisse Brasil – representado por valores retidos para garantir Swap de Fluxo de Caixa. Este valor está classificado no curto e no longo prazo em relação às parcelas de resgate previstas no contrato que ocorrerão em 8 parcelas semestrais a partir de setembro de 2011. Enquanto retido o valor é remunerado como aplicação financeira de renda fixa privada – CDB

Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos – Ativo

O Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos – Ativo sofreu um aumento de 16,7%, totalizando R\$16.632 mil em 2011, em comparação com R\$14.252 mil em 2010, 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:

(em milhares de R\$)

	31.12.2011	31.12.2010
Imposto de renda diferido ativo		
Sobre provisões temporárias	11.293	9.206
Sobre prejuízo fiscal	932	1.272
Contribuição social diferida ativa		
Sobre provisões temporárias	4.071	3.316
Sobre base de cálculo negativa	336	458
	16.632	14.252

Ativo Biológico

Os ativos biológicos da Companhia permaneceram praticamente estáveis entre 2011 e 2010 com variação de 0,7%, totalizando R\$239.997 mil em 2011, em comparação com R\$238.215 mil em 2010 e compreendem o cultivo e plantio de florestas de *pinus* e *eucalyptus* para abastecimento de matéria-prima na produção de celulose utilizada no processo de produção de papel e vendas de toras de madeira para terceiros.

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\$)

	31.12.2011	31.12.2010
Custo de formação dos ativos biológicos	74.107	44.003
Diferencial do valor justo	165.890	194.212
Ativo biológico a valor justo	239.997	238.215

Passivo e Patrimônio Líquido

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

PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO (em milhares de R\$)	31.12.2011	ah%	31.12.2010
CIRCULANTE			
Captações	102.278	(11,0)	114.912
Debêntures	26.000	103,3	12.788
Fornecedores	37.713	(4,8)	39.632
Obrigações sociais e previdenciárias	19.021	92,3	9.889
Obrigações tributárias	7.031	5,8	6.647
IR e CSLL a pagar	869	10,7	785
Parcelamentos tributários	4.682	13,8	4.113
Adiantamento de clientes	1.159	(40,3)	1.941
Dividendos a pagar	5.607	(42,6)	9.775
Outras contas a pagar	9.333	1,3	9.214
	<u>213.693</u>	<u>1,9</u>	<u>209.696</u>
NÃO CIRCULANTE			
Exigível a longo prazo			
Captações	179.983	56,0	115.380
Debêntures	60.480	(31,4)	88.124
Provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários	41.717	4,5	39.928
Parcelamentos tributários	10.839	(25,9)	14.624
Obrigações Tributárias	11.062	77,6	6.230
Outras contas a pagar	219	(64,7)	621
Imposto de renda e contribuição social diferidos	199.511	(1,7)	203.027
	<u>503.811</u>	<u>7,7</u>	<u>467.934</u>
PATRIMÔNIO LÍQUIDO			
Capital social	63.381	-	63.381
Ações em tesouraria	(2.038)	559,5	(309)
Reserva legal	3.331	16,3	2.863
Reserva de lucros a realizar	-	(100,0)	79.770
Reserva de ativos biológicos	74.743	-	-
Ajustes de avaliação patrimonial	258.547	(8,9)	283.675
Reserva de retenção de lucros	66.266	75,6	37.736
PATRIMÔNIO LÍQUIDO ATRIBUÍVEL AOS			
ACIONISTAS CONTROLADORES	<u>464.230</u>	<u>(0,6)</u>	<u>467.116</u>
PARTICIPAÇÃO DOS NÃO CONTROLADORES	<u>20</u>	<u>42,9</u>	<u>14</u>
	<u>464.250</u>	<u>(0,6)</u>	<u>467.130</u>
TOTAL DO PASSIVO E DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	<u>1.181.754</u>	<u>3,2</u>	<u>1.144.760</u>

O passivo e patrimônio líquido totais consolidados da Companhia sofreram aumento de 3,2%, totalizando R\$1.181.754 mil em 2011, em comparação com R\$1.144.760 mil em 2010, explicado principalmente pelas variações nas rubricas comentadas abaixo:

Passivo

Captações

O saldo da conta captações apresentou redução de 11,0% no curto prazo, totalizando R\$102.278 mil em 2011, contra os R\$114.912 mil em 2010, e aumento de 56,0% no longo prazo, totalizando R\$ 179.983 mil em 2011, contra R\$ 115.380 mil em 2010. As variações nas contas de captações, debêntures e operação de CRI estão representadas no item 10.1(f) - "Comentários dos Diretores sobre níveis de endividamento e as características de tais dívidas".

Fornecedores

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

O saldo da conta fornecedores apresentou redução de 4,8%, atingindo R\$37.713 mil em 2011, contra os R\$39.632 mil em 2010. A variação decorre principalmente das movimentações nos prazos médios de pagamento aos fornecedores.

(em milhares de R\$)

CIRCULANTE	31.12.2011	31.12.2010
Interno		
Materiais	27.741	32.695
Ativo imobilizado	1.975	291
Prestador de serviços	2.603	2.160
Transportadores	5.271	3.825
Externo		
Materiais	123	661
	<u>37.713</u>	<u>39.632</u>

Parcelamentos Tributários

Os saldos dos parcelamentos tributários referente a Refis INSS e Receita Federal e também referente ao ICMS que sofreram redução em virtude dos pagamentos realizados nos períodos. O INSS Patronal teve reconhecimento em 2010 e a redução para 2011 também ocorreu em função do pagamento das parcelas.

(em milhares de R\$)

CIRCULANTE

	31.12.2011	31.12.2010
Parcelamento REFIS INSS	-	674
Parcelamento REFIS Receita Federal	2.177	1.418
Parcelamento ICMS	1.694	1.321
Parcelamento INSS Patronal	811	700
	<u>4.682</u>	<u>4.113</u>

NÃO CIRCULANTE

	31.12.2011	31.12.2010
Parcelamento REFIS INSS	-	608
Parcelamento REFIS Receita Federal	6.253	8.353
Parcelamento ICMS	2.784	3.509
Parcelamento INSS Patronal	1.802	2.154
	<u>10.839</u>	<u>14.624</u>

Provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários

O saldo da provisão para riscos cíveis, trabalhistas e tributários apresentou aumento de 4,5%, atingindo R\$41.717 mil em 2011, contra os R\$39.928 mil em 2010. A Companhia, amparada em pareceres e opiniões dos assessores internos e externos da Companhia, mantém provisões para os processos judiciais e administrativos cuja perda é classificada como provável. A redução nas provisões cíveis deu-se em razão de compensação de provisão registrada relativa a aluguéis de exercícios passados, registrada em função de uma ação cível, com os respectivos depósitos judiciais por reversão desses em nome da outra parte, sendo que esta compensação não impactou o resultado do exercício. Atualmente são mantidas provisões cíveis para pedidos de indenização de rescisões contratuais de representação comercial. Atualmente são mantidas provisões trabalhistas para reclamações formalizadas por ex- funcionários pleiteando pagamento de hora-extra, adicional de insalubridade, periculosidade, enfermidades e acidentes de trabalho. As provisões tributárias são aumentadas em razão de a Companhia realizar compensação de tributos federais referente às suas operações com créditos de IPI sobre aquisição de aparas.

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

(em milhares de R\$)		
	31.12.2011	31.12.2010
Provisão cíveis	1.308	7.669
Provisão trabalhistas	566	575
Provisão tributárias	39.843	31.684
	<u>41.717</u>	<u>39.928</u>
Depósitos Judiciais	1.258	7.513
Parcela do circulante	-	-
Parcela do não circulante	41.717	39.928
Patrimônio Líquido		
As principais variações nas contas do patrimônio líquido entre os exercícios findos em 31 de dezembro de 2011 e 2010 são apresentadas abaixo:		
<i>Ações em tesouraria</i>		
A variação na conta de ações em tesouraria é decorrente da aquisição pela Companhia de ações de sua própria emissão de acordo com os termos do Programa de Recompra aprovado pelo Conselho de Administração em 24.11.2010. O prazo da operação foi de 365 dias (até 23.11.2011). A Companhia adquiriu em 2010, 9.100 ações ao valor total de R\$ 229 mil, e até 23.11.2011, quando o programa foi encerrado, mais 66.900 ações no valor de R\$ 1.761. Ainda estão registradas em tesouraria ações adquiridas de ex-diretores que se desligaram dos cargos em períodos anteriores no valor de R\$47 mil (em 2011) e R\$80 mil (em 2010).		
<i>Reservas de lucros</i>		
As reservas de lucros estão compostas por: Reserva legal, Reserva de lucros a realizar e Reserva de retenção de lucros. A Reserva legal é constituída pela destinação de 5% do lucro líquido do exercício. Em 2010, o valor destinado para constituição desta reserva foi de R\$2.049 mil e em 2011 foram destinados R\$468 mil para esta reserva. A Reserva de lucros a realizar foi constituída em função de a Companhia ter avaliado seus ativos biológicos a valor justo no balanço de abertura por ocasião da adoção inicial ao IFRS. Em 2010 está registrado nesta conta o valor de R\$79.770 mil. Em 31 de dezembro de 2011 esta reserva foi transferida para a reserva de ativos biológicos, criada para manter os valores a realizar referente a adoção inicial do ajuste ao Valor Justo dos Ativos Biológicos para fins de IFRS. 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 2011, o saldo desta reserva é de R\$66.266 mil e em 2010, o saldo era de R\$37.736 mil, reservados para futuros investimentos em ativo imobilizado aprovados pelo Conselho de Administração.		
<i>Reserva de ativos biológicos</i>		
Em 31 de dezembro de 2011, foram transferidos para a 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.		
<i>Ajuste de avaliação patrimonial</i>		
As principais variações na conta de ajustes de avaliação patrimonial são decorrentes da opção pela Companhia, da atribuição de custo ao ativo imobilizado (<i>deemed cost</i>). 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.		
3. ANÁLISE DO FLUXO DE CAIXA		
<i>Análise do Fluxo de Caixa para os exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2012 e 2011</i>		
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 2012 e 2011.		

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

(em milhares de R\$)

	2012	2011
Caixa e equivalentes de caixa no início do período	74.722	40.362
Atividades operacionais	74.847	74.956
Atividades de investimentos	(40.907)	(29.992)
Atividades de financiamento	(11.740)	(10.604)
Caixa e equivalentes de caixa no final do período	96.922	74.722

Atividades Operacionais

O fluxo de caixa das atividades operacionais apresentou geração de caixa de R\$74.847 mil no exercício social de 2012 e de R\$ 74.956 mil no exercício social de 2011, com um decréscimo na geração de fluxo de caixa das atividades operacionais de R\$ 109 mil. Não houve variação significativa nas atividades operacionais para os períodos em análise, porém houve um aumento de receita líquida de 2,5% em relação ao ano anterior, justificado por incremento de preço e de volume de vendas no Segmento Papel para Embalagens. Por outro lado, os custos, e as despesas com vendas e administrativas obtiveram um crescimento de 2%.

Atividades de investimentos

O fluxo de caixa das atividades de investimentos apresentou diminuição de caixa de R\$40.907 mil no exercício social de 2012 e de R\$29.992 mil no exercício social de 2011, com um aumento nos gastos necessários às atividades de investimento de R\$ 10.915 mil, principalmente devido a desembolsos referentes à obra da aquisição da impressora Martin Mini Line no valor de R\$ 5.038 mil e no desembolso na aquisição de equipamentos para automação nos processos produtivos de R\$ 6.118 mil.

Atividades de financiamento

O fluxo de caixa das atividades de financiamento apresentou diminuição de caixa de R\$11.740 mil no exercício social de 2012 e de R\$10.604 mil no exercício social de 2011, com uma diminuição na geração de caixa de R\$ 1.136 mil principalmente devido à diminuição nos desembolsos com empréstimos pagos em R\$ 10.267 mil e também, ao aumento no desembolso com compra de ações em tesouraria e pagamento de dividendos em R\$ 10.851 mil.

Análise do Fluxo de Caixa para os exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2011 e 2010

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 2011 e 2010.

(em milhares de R\$)

	2011	2010
Caixa e equivalentes de caixa no início do período	40.362	3.025
Atividades operacionais	74.956	35.959
Atividades de investimentos	(29.992)	(18.698)
Atividades de financiamento	(10.604)	20.076
Caixa e equivalentes de caixa no final do período	74.722	40.362

Atividades Operacionais

O fluxo de caixa das atividades operacionais apresentou geração de caixa de R\$74.956 mil no exercício social de 2011 e de R\$35.959 mil no exercício social de 2010, com um acréscimo na geração de fluxo de caixa das atividades operacionais de R\$38.997 mil. A principal contribuição para este aumento de geração de caixa nas atividades operacionais no período foi o aumento na receita líquida em 8,8% no período, alavancada por aumentos de preços médios de embalagens de papelão ondulado de 6,3% e de papéis para embalagens de 7,3%. Embora as despesas operacionais com vendas tenham aumentado aproximadamente 12,5% em função do aumento no volume total de vendas no período, as despesas operacionais gerais e administrativas reduziram aproximadamente 15% e, no total, as despesas operacionais não afetaram negativamente, de modo significativo, a geração de caixa de Companhia.

Atividades de investimentos

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

O fluxo de caixa das atividades de investimentos apresentou diminuição de caixa de R\$29.992 mil no exercício social de 2011 e de R\$18.698 mil no exercício social de 2010, com um aumento nos gastos necessários às atividades de investimento de R\$ 11.294 mil, principalmente desembolsos referente a obra da subestação rebaixadora 138 KV no valor de R\$ 3.103 mil e no desembolso para aquisição de terras na controlada Habitasul Florestal S.A. no valor de R\$ 5.000 mil, o que contribuiu para o aumento dos gastos com aquisição de imobilizado no valor de R\$ 10.579 mil no exercício social de 2011 em relação ao exercício social de 2010.

Atividades de financiamento

O fluxo de caixa das atividades de financiamento apresentou diminuição de caixa de R\$10.604 mil no exercício social de 2011 e geração de caixa de R\$20.076 mil no exercício social de 2010, com uma diminuição na geração de caixa de R\$ 30.680 mil principalmente devido à diminuição de R\$78.868 nas captações, sendo no exercício social de 2011 a principal captação Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA de R\$ 90.000 mil em favor do Banco Itaú BBA S.A e do Banco Rabobank Internacional Brasil S.A, e em 2010 sendo as principais captações: Debêntures de R\$ 100.575 mil; Cédula de Crédito Imobiliário-CCI de R\$ 35.355 mil; Exim Banco Safra S.A de R\$ 27.000 mil; Exim Banco Itaú BBA S.A de R\$ 15.000 mil. A diminuição nas captações foi parcialmente compensada pela diminuição de pagamentos de empréstimos de R\$ 59.772 mil em relação aos exercícios sociais de 2011 e de 2010, destacando a liquidação do saldo de empréstimo de capital de giro Banco Safra S.A de R\$ 27.661 mil e a liquidação do saldo de empréstimo de capital de giro Itaú BBA S.A de R\$ 31.200 mil no exercício social de 2010.

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

10.2. Os diretores devem comentar:

a) resultados das operações da Companhia.

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 equivalentes ou inferiores aos recebimentos nessas mesmas moedas, há uma proteção natural do seu fluxo de caixa, não gerando desequilíbrios 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.

O ano de 2011 foi marcado pela estabilidade financeira e econômica brasileira, o que proporcionou crescimento moderado do país de 2,7%, inferior ao crescimento do PIB de 2010 que foi de 7,5%. Segundo dados da ABPO – Associação Brasileira do Papelão Ondulado, a expedição em metros quadrados de papelão ondulado em 2011 foi em 1,0% superior a 2010, mesmo crescimento apresentado pela Companhia em seu segmento de embalagens de papelão ondulado, que representa aproximadamente 58% do seu faturamento. A receita de venda de bens e/ou serviços (receita líquida de vendas) consolidada da Companhia em 2011 foi de R\$471.614 mil, apresentando um crescimento de 6,5% em relação a 2010, cujo montante foi de R\$442.686 mil. Este desempenho deveu-se principalmente à boa performance operacional das fábricas que tiveram ganhos de eficiência e por aumentos de preços que compensaram os aumentos dos custos registrados no período. O dólar fechou com alta de 12,6% no ano de 2011 em relação a 2010, o que contribuiu para aumentar em Reais a dívida denominada em moeda estrangeira. Em razão da política da Companhia de manter ao longo do tempo níveis de pagamentos dos compromissos em moeda estrangeira equivalentes ou inferiores aos recebimentos nessas mesmas moedas, há uma proteção natural do seu fluxo de caixa, não gerando desequilíbrios adicionais ou não esperados por conta de mudanças bruscas na cotação das moedas estrangeiras. Em 2011, o lucro líquido consolidado da Companhia foi de R\$9.354 mil. O EBITDA Ajustado foi consolidado de R\$110.536 mil, apresentando incremento de 19,9% em 31 de dezembro de 2011 quando comparado a R\$92.199 mil de 31 de dezembro 2010. Com isso a margem EBITDA Ajustado consolidada foi de 23,4% em 2011 contra 20,8% de 2010, aumento de 2,6 pontos percentuais. A relação dívida líquida/EBITDA consolidada que era 3,04 vezes em 2010, passou para 2,58 vezes em 2011. Em 31 de dezembro de 2011, 34,8% do total do endividamento consolidado da Companhia estava no curto prazo, no montante de R\$128.278 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\$83.396 mil. Em 20 de junho de 2011, a Companhia emitiu Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) no valor de R\$90.000 mil com prazo total de 6 anos.

Já o ano de 2010 foi marcado pela recuperação da crise financeira e econômica que marcou os anos de 2008 e 2009. O PIB brasileiro cresceu 7,5% em 2010 em relação a 2009, o que gerou forte demanda por embalagens de papelão ondulado. De acordo com a ABPO – Associação Brasileira do Papelão Ondulado, a expedição de papelão ondulado em 2010 foi 13% superior ao ano de 2009 em metros quadrados, sendo que a Companhia teve crescimento de 24,5% no mesmo período, superior, portanto, à performance do setor, o que permitiu a Companhia elevar sua participação no mercado para 5,5%. Este resultado foi possível em função dos investimentos realizados em 2007 e 2008 no Projeto Superação, que conferiu a Companhia maior competitividade e ampliou a capacidade de produção das plantas de papelão ondulado localizadas em Vargem Bonita, no Estado de Santa Catarina, e Indaiatuba, no Estado de São Paulo. A receita de venda de bens e/ou serviços (receita líquida de vendas) consolidada da Companhia consolidada teve um crescimento de 26,5% em 2010 em relação a 2009, cujo montante foi de R\$349.997 mil. Esse bom desempenho se deve aos investimentos realizados em 2007 e 2008 no âmbito de um projeto de investimentos da Companhia, chamado Projeto Superação, que conferiu maior competitividade e maior capacidade de produção de papel e embalagem. Em 2010 também se verificaram aumentos dos preços dos produtos, que compensaram os aumentos dos custos no período.

O dólar fechou praticamente estável no ano de 2010 em relação a 2009, o que contribuiu para manter a estabilidade em reais da dívida denominada em moeda estrangeira. Em razão da política da Companhia de manter ao longo do tempo níveis de pagamentos

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

dos compromissos em moeda estrangeira equivalentes a 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.

O ano de 2010 foi também marcado pela mudança das normas contábeis, que com reflexos nas Demonstrações Financeiras da Companhia, deixando-as mais precisas e adequadas em relação a sua real situação financeira e patrimonial. Os impactos da adoção das novas normas contábeis estão contidos nas notas explicativas às demonstrações financeiras. O lucro líquido consolidado de 2010 foi de R\$ 34.360 mil, apresentando um crescimento quanto ao lucro líquido consolidado de 2009, de R\$21.951 mil. O EBITDA Ajustado consolidado ficou praticamente estável perfazendo R\$ 92.199 mil em 2010 comparado a R\$ 92.395 mil em 2009. Com isso a margem EBITDA Ajustado consolidada foi de 20,8% em 2010 contra 26,4% de 2009. A relação dívida líquida/EBITDA consolidada que era 3,12 vezes em 2009, passou para 3,04 vezes em 2010. Em 31 de dezembro de 2010, 38,6% do endividamento total consolidado da Companhia estava no curto prazo, em montante de R\$127.700 mil, com disponibilidades (soma do caixa e equivalentes de caixa e dos saldos de Bancos conta vinculada do ativo circulante e não circulante consolidados) de R\$50.846 mil. A Companhia emitiu, em 25 de março de 2010, debêntures de espécie simples, não conversíveis em ações, no montante de R\$100.000 mil, com prazo total de 5 anos e em 03 de agosto de 2010 captou, através de operação de securitização juntamente com sua controlada Irani Trading S.A., estruturada na forma de Cédulas de Crédito Imobiliário e Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, R\$ 40.833 mil, com prazo de 3 anos. Tais operações tiveram como objetivos principais fazer frente à necessidade de refinanciamento verificada para 2010 e 2011.

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 taxa de 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.

	2012	2011	2010
Cotação ao final do período – US\$ 1,00	R\$ 2,04	R\$ 1,88	R\$ 1,66

A Companhia mantém operações no mercado externo expostas às mudanças nas cotações de moedas estrangeiras. Em 31 de dezembro de 2012, 2011 e de 2010, essas operações apresentam exposição passiva líquida consolidada conforme o quadro abaixo.

A 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 2011, e 23 meses das exportações tomando como base a média das exportações realizadas no ano 2012. 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)

	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010
Contas a receber	8.447	4.198	2.949
Créditos de carbono a receber	4.378	6.378	5.789
Bancos conta vinculada	931	8.674	10.484
Adiantamento de clientes	(199)	(661)	(207)
Fornecedores	(81)	(123)	(661)
Captações (empréstimos e financiamentos)	(131.309)	(89.545)	(99.841)
Exposição líquida	(117.833)	(71.079)	(81.487)

Em 2010, o endividamento consolidado em dólares dos EUA representava 27,9%. Em 2011, 23,9% do endividamento da Companhia correspondia ao endividamento consolidado em dólares dos EUA. No exercício social encerrado em 31.12.2012, o endividamento consolidado em dólares dos EUA representava 35,1% do endividamento da Companhia. 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 diminuí em Reais, e tal diminuição afeta positivamente o resultado de nossas operações em Reais;
- o valor de nossas dívidas denominadas em dólares dos EUA diminuí em Reais, e o valor total de nossas dívidas diminuí 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 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

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

indexados pela taxa TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo do BNDES), CDI (Taxa de juros dos Certificados de Depósitos Interbancários), SELIC, TR (Taxa de Referência), EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate), 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 4,2% em 2009, 5,9% em 2010, 6,5% em 2011 e 5,8% em 2012, 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 internacionais 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:

	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010	Variação 2012 x 2011	Variação 2011 x 2010
Preços médios Segmento Papel para Embalagem (R\$/ton)	R\$ 2.535	R\$ 2.367	R\$ 2.206	+7,1%	+7,3%
Preços médios Segmento Embalagem Papelão Ondulado (R\$/ton)	R\$ 2.963	R\$ 3.091	R\$ 2.907	-4,1%	+6,3%

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:

	2012	2011	2010
Preços médios das aparas (R\$/ton)	417,89	390,04	450,26

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 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.

Em 2011, não houve introdução ou alienação de segmento operacional. Em 2010 a Companhia optou por encerrar as atividades de fabricação de móveis, que são parte do segmento móveis, permanecendo com as operações de comercialização. O Conselho de Administração da Companhia, em reunião realizada em 21 de setembro de 2010, aprovou o encerramento das atividades de fabricação de móveis em sua unidade própria localizada em Rio Negrinho (SC). As operações foram efetivamente encerradas em Outubro de 2010, entretanto a Companhia mantém a estratégia de venda de móveis no mercado interno através de sua controlada Meu Móvel de Madeira - Comércio de Móveis e Decorações Ltda. O foco da operação de móveis passou a ser a comercialização direta para o consumidor final de produtos atingindo todo o país através de seu sítio de internet.

b) constituição, aquisição ou alienação de participação societária

Em 2010, a Companhia aumentou o capital social de sua controlada Meu Móvel de Madeira – Comércio de Móveis e Decorações Ltda. no montante de R\$ 3.000 mil. 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.

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. Ainda estão previstos aportes adicionais de florestas ao capital de tal controlada, no valor de R\$56.478 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 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.

Também em 2009, a Companhia adquiriu a participação de 99,98% na controlada HGE – Geração de Energia Sustentável Ltda. com quotas a serem integralizadas até o final de 2012. Em 2012, foi realizado novo aporte no valor de R\$ 700 mil, a ser integralizado até o final de 2013.

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 2011 e 2012, não ocorreram mudanças significativas nas práticas contábeis adotadas pela Companhia, que pudessem gerar efeitos nas suas demonstrações contábeis.

Em 2010 e comparativamente ao exercício 2009 quando fez a adoção inicial dos novos pronunciamentos contábeis, convergentes ao IFRS, a Companhia seguiu as premissas definidas no CPC 37 – Adoção Inicial das IFRSs e CPC 43 – Adoção Inicial dos Pronunciamentos Técnicos CPC 15 a 40.

Os novos pronunciamentos contábeis adotados pela Companhia que tiveram impacto nas demonstrações financeiras, em decorrência das mudanças de prática com as normas vigentes anteriormente até 31 de dezembro de 2008 são demonstrados a seguir:

CPC 32 (equivalente ao IAS 12) – Tributos sobre o Lucro

Os saldos de imposto de renda e contribuição social diferidos devem ser apresentados nos balanços sociais como ativos e passivos não circulantes, mesmo existindo a expectativa de utilização no curto prazo. Os ajustes de adoção do custo atribuído e valor justo de ativos biológicos devem ser ajustados pelos efeitos tributários e foi reconhecido imposto de renda e contribuição social diferidos.

CPC 39 (equivalente ao IAS 32) – Instrumentos Financeiros: Apresentação

Anteriormente a legislação societária brasileira exigia a apresentação da provisão para riscos fiscais, previdenciários, trabalhistas e cíveis líquida dos depósitos judiciais relacionados às provisões constituídas. A norma estabelece que a compensação de um ativo financeiro e um passivo financeiro deve ser realizada na apresentação das demonstrações financeiras quando atendidos certos requisitos, porém, a provisão para riscos fiscais, previdenciários, trabalhistas e cíveis não se enquadra na classificação de passivo financeiro, devendo ser apresentado os valores brutos nas demonstrações financeiras dos depósitos judiciais e da provisão para riscos fiscais, previdenciários, cíveis e trabalhistas.

CPC 29 (equivalente ao IAS 41) – Ativo biológico e produto agrícola

Os ativos biológicos da Companhia, representados por suas florestas, anteriormente classificados dentro do ativo imobilizado, foram alocados para um grupo específico no ativo não circulante, denominado “ativos biológicos”, além de passarem a ser reconhecidos por seu valor justo, líquido dos custos para venda, ao invés de somente ao custo histórico conforme prática contábil anterior. O efeito da adoção inicial do reconhecimento dos ativos biológicos a valor justo foram registrados no patrimônio líquido da Companhia, como uma “reserva de lucros a realizar”, com transferência para lucros acumulados após sua efetiva realização financeira, a ser efetuada via exaustão. Adicionalmente, o valor justo corresponde a uma diferença temporária com o registro dos impostos diferidos cabíveis. A Companhia possui investimentos em controladas que possuem ativos biológicos registrados em suas demonstrações financeiras. A adoção dos novos pronunciamentos nas demonstrações financeiras das investidas ocorreu na mesma data da adoção dos novos pronunciamentos da controladora.

ICPC10/CPC 27 (equivalente ao IAS16) – Interpretação Sobre a Aplicação Inicial ao Ativo Imobilizado e à Propriedade para Investimento dos Pronunciamentos Técnicos CPCs 27, 28, 37 e 43

Na adoção inicial dos novos pronunciamentos técnicos, a Companhia optou por efetuar uma atribuição de custo (*deemed cost*) a determinadas classes de ativos imobilizados. Dessa forma, foram atribuídos custos as terras, máquinas e edificações, de forma que estes ativos refletissem seu valor justo na data de adoção dos novos pronunciamentos. As definições dos custos atribuídos das terras, máquinas e edificações da Companhia foram apuradas com base em avaliações efetuadas por empresa terceirizada especializada, sendo os laudos aprovados pelo Conselho de Administração da Companhia.

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases**ICPC09 – Demonstrações Contábeis Individuais, Demonstrações Separadas, Demonstrações Consolidadas e Aplicação do Método de Equivalência Patrimonial**

O saldo de ágio na aquisição de controladas adquiridas antes da data de transição foi alocado ao saldo de investimentos na referida controlada na demonstração financeira individual. Essas diferenças foram alocadas em suas respectivas rubricas nas demonstrações financeiras consolidadas. O valor referente a ágio na aquisição de controladas foi baixado no balanço de abertura em 01.01.09, em contrapartida a variação do valor justo dos ativos biológicos mantido em conta de reserva no patrimônio líquido da Companhia.

CPC 13 – Adoção Inicial da Lei nº 11.638/07.

A Lei nº 11.638/07 restringiu lançamento de gastos no ativo diferido, sendo que os gastos ativados que não possam ser reclassificados para outro grupo de ativos, devem ser baixados no balanço de abertura na data de transição, mediante o registro do valor contra lucros ou prejuízos acumulados. De acordo com o BRGAAP, a Companhia reconheceu despesas pré-operacionais como ativo diferido e vem amortizando pelo prazo de 10 anos. De acordo com o IFRS, as despesas pré-operacionais não poderiam ser ativadas e foram reconhecidas como despesa no balanço de abertura.

CPC 38 (equivalente ao IAS 39) – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração

O saldo de duplicatas cambiais descontadas, anteriormente registrados no ativo circulante, reduzindo o saldo de contas a receber de clientes das duplicatas vinculadas ao desconto, foram reclassificados para o passivo, dentro do grupo de financiamentos, em decorrência de sua natureza.

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases**b) efeitos significativos das alterações em práticas contábeis**

Em 2011 e 2012, não houve alteração nas práticas contábeis adotada pela Companhia. Em 2010 os impactos das alterações das práticas contábeis adotadas pela Companhia estão apresentados a seguir:

(em milhares de R\$)

Patrimônio Líquido	01.01.09	31.12.09	31.12.10
Patrimônio líquido de acordo com as práticas contábeis anteriores	49.943	89.625	89.620
Valor justos dos ativos biológicos	139.192	120.983	113.748
IR/CSLL sobre valor justo dos ativos biológicos	(41.326)	(35.819)	(33.979)
Custo atribuído ao imobilizado	427.055	415.220	414.033
IR/CSLL sobre custo atribuído ao imobilizado	(145.204)	(140.740)	(140.401)
IR/CSLL diferido s/reserva de reavaliação	(3.970)	(3.970)	(3.970)
Prejuízo acumulado no período	(1.024)	(2.586)	-
Destinação dos ajustes para reserva legal	-	-	1.840
Destinação dos ajustes para reserva de retenção de lucros	-	-	26.225
Total dos ajustes com a adoção dos novos pronunciamentos	374.723	353.088	377.496
Patrimônio líquido de acordo com os novos pronunciamentos	424.666	442.713	467.116

(em milhares de R\$)

Demonstrações dos Resultados	Consolidado	
	2009	2010
Lucro líquido de acordo com as práticas contábeis anteriores	43.590	3.798
Variação do valor justo dos ativos biológicos	3.696	50.738
Custo dos produtos vendidos - exaustão valor justo dos ativos biológicos	(12.120)	(13.453)
Custo dos produtos vendidos - reavaliação da vida útil do imobilizado	-	4.107
Outras receitas / despesas operacionais	(21.685)	101
IR/CSLL diferido sobre os ajustes	8.470	(7.535)
Destinação da participação dos administradores sobre os efeitos	-	(3.396)
Total dos ajustes com a adoção dos novos pronunciamentos	(21.639)	30.562
Lucro líquido de acordo com os novos pronunciamentos	21.951	34.360

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases**c) ressalvas e ênfases presentes no parecer do auditor**

Os pareceres de auditoria externa sobre as demonstrações de 2012, 2011 e de 2010 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.

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 praticadas 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 foram preparadas de acordo com as práticas contábeis brasileiras e que divergem do IFRS quanto a avaliação de investimentos em controladas pelo método de equivalência patrimonial, onde de acordo com o IFRS seria registrados a custo ou valor justo.

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 2012.

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

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.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

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, consequentemente, na valorização ou desvalorização desses ativos. As premissas utilizadas para a determinação do valor justo dos ativos biológicos estão apresentadas na nota explicativa 14 das demonstrações financeiras do exercício 2012.

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 2012.

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. Os instrumentos financeiros são designados no reconhecimento inicial, classificados como empréstimos e os seus resultados são mensurados pelo valor justo ou pelo custo amortizado e reconhecidos no resultado financeiro.

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

g) Provisões para riscos cíveis, trabalhistas e tributários

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

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

10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs**10.6. 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
Não houve deficiências e recomendações relevantes sobre os controles internos no relatório dos auditores independentes.

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 será 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.

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. |