

Açúcar/Etanol: Revisão da safra 2017/18

30 de agosto de 2017

Conforme chegamos à segunda metade da colheita da cana-de-açúcar no Centro-Sul do Brasil, atualizamos nossa projeção de safra. Sendo que alguns pontos chamaram bastante atenção: do lado agrícola, o clima e o uso intensivo de insumos elevaram a produtividade de maneira que não prevíamos; e, do mix de produção, pela rigidez das usinas em não alterar o mix de produção.

Produtividade agrícola

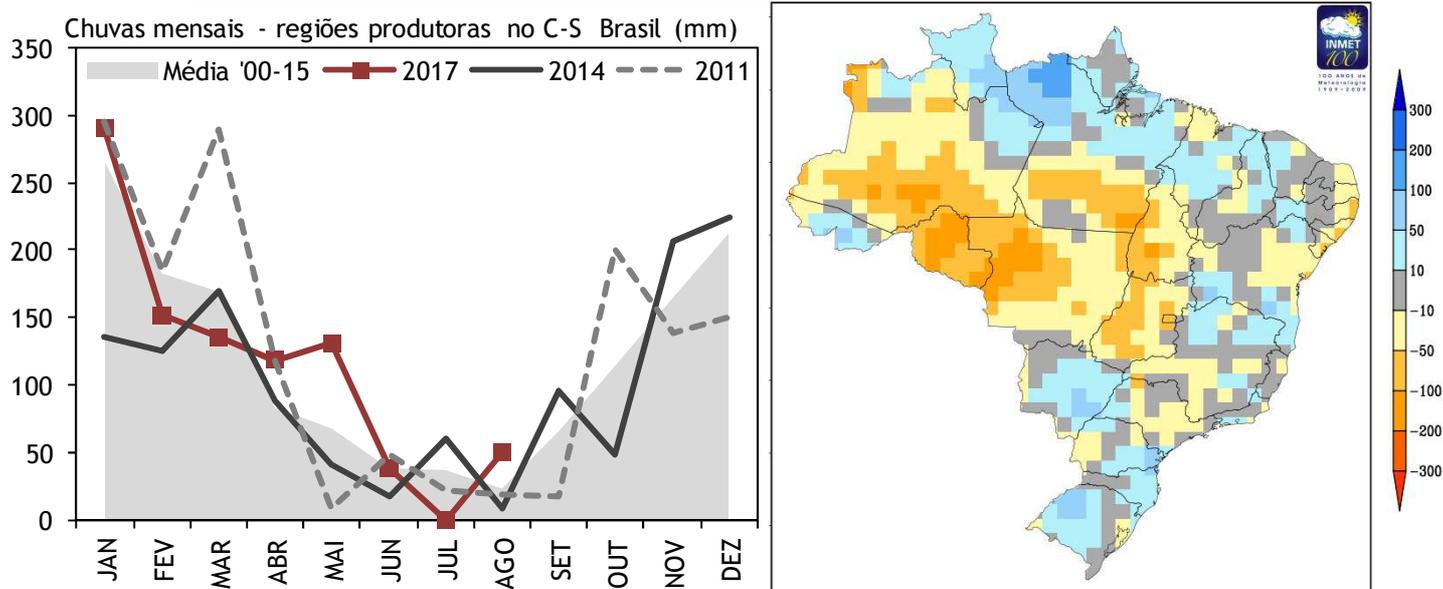
Como já comentado, a produtividade agrícola no C-S do Brasil está surpreendendo de maneira positiva. Vários fatores são importantes para determinar a produtividade, mas as chuvas tardias de maio, em um primeiro semestre muito ensolarado, aumentou a produção de cana. Além de que a utilização elevada de fertilizantes no trato da soca também ajudou. Esse efeito climático foi sentido em vários outros setores da agricultura, sendo que as produtividades de soja e de milho foram recordes.

No entanto, a cana nos meses finais da safra ainda precisa ser colhida, então sua produtividade ainda está sob risco. A sazonalidade do rendimento agrícola é de queda entre julho e outubro, recuperando apenas com a volta das chuvas. Porém o tamanho da queda varia muito de ano para ano. Dessa forma, tentamos explorar quais são os riscos de uma forte queda na produtividade nos próximos meses.

Em alguns dos anos nos quais a queda de produtividade foi mais expressiva, o motivo foram as chuvas que cessaram precocemente, como por exemplo, as safras '11/12 e '14/15. Esse ano parece não ser o caso, pois ocorreu uma forte chuva em maio que durou até a primeira quinzena de junho, assim a comparação entre a safra '17/18 e aquelas destoam.

Apesar disso, o clima ainda tem um papel importante nessa safra. Como podemos ver no mapa abaixo, a expectativa é que as chuvas fiquem aquém da média nos próximos meses. Se concretizando esse cenário, a produtividade dos meses finais da safra deve ser prejudicada. Porém nesse mesmo cenário, quanto mais seco mais a moagem é acelerada e, conseqüentemente, sobram menores áreas para serem colhidas com baixo rendimento.

Chuvas mensais ponderadas no C-S do Brasil e Projeção (Set-Out-Nov)



Geadas, estiagens e queimadas

Além das chuvas, outros fatores climáticos são tão importantes quanto. Por exemplo, a safra '16/17 foi muito prejudicada pela ocorrência de geadas. A ocorrência de geadas é normal no

inverno, especialmente no PR, MS e em algumas partes isoladas de SP. No entanto, ano passado as geadas foram disseminadas, chegando até nas regiões de Ribeirão Preto e de São José do Rio Preto. Parte da surpresa na queda da produtividade foi causada pela aparente fraqueza daquela geada, pois em nenhuma área chegou a matar a planta. No entanto, afetou severamente o desenvolvimento das canas mais novas, queimando as gemas apicais. Como a área foi muito grande, o resultado final foi expressivo.

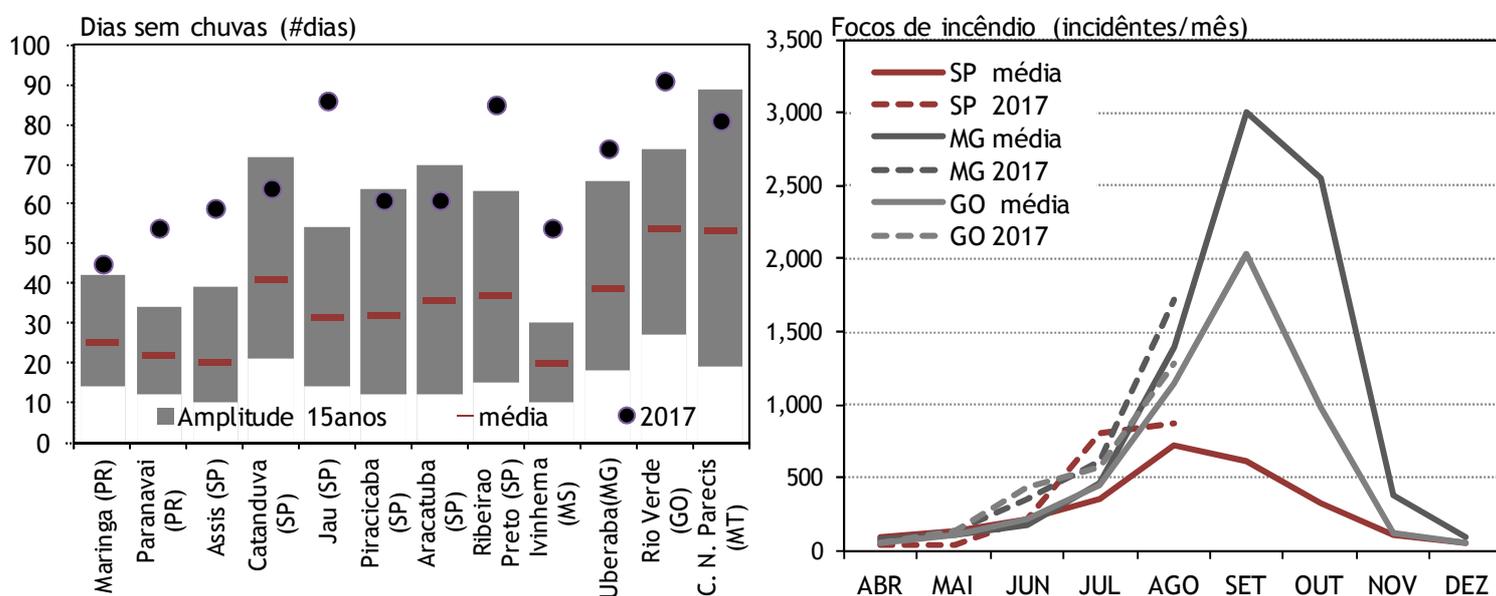
Nesse inverno, as geadas retornaram, porém não tiveram a força e nem a abrangência geográfica que teve em 2016. Assim, consideramos um fator que pode causar perdas de produtividade apenas no PR, MS e sudeste de SP.

Outro ponto relevante foi o prolongado período de estiagem desse inverno. No clima tropical, os invernos são tradicionalmente épocas de estiagem, porém esse foi extraordinariamente seco. No exercício que montamos comparando o período de estiagem de 2017 contra os últimos 15 anos (nas principais regiões canaviaeiras), fica claro que esse ano a estiagem foi mais longa. Sendo que em algumas regiões como o triângulo mineiro e Goiás, a contagem continua.

Lembrando que a idade média do canavial está elevada e plantas mais velhas têm raízes mais curtas e menos profundas, o risco da queda da produtividade agrícola é real. As áreas de cana mais novas deverão sofrer mais. Sendo que uma parte da cana de ano, plantada entre Set/16 e Nov/16, que deveria ser colhida no final dessa safra será colhida apenas na safra '18/19 como "cana de dois verões".

Outro ponto decorrente da estiagem são os incêndios, como podemos ver no gráfico abaixo, eles estão acima da média histórica. Esse dado é muito mais genérico que gostaríamos, pois contempla áreas do estado todo (urbanas, agrícolas e matas) e não restrito às canaviaeiras. Mas fica claro que esse efeito deve continuar em setembro, só reduzindo com a volta das chuvas consistentes.

Dias sem chuvas nas regiões canaviaeiras e focos de incêndio: regiões selecionadas



Fonte: Bloomberg, Programa Queimadas/INPE; elaboração: PINE Macro & Commodities Research

Até mais importante do que as estatísticas, são os relatos e reportagens sobre os incêndios que já ocorreram em canaviais entre Ribeirão Preto, Sudeste de GO e Triângulo mineiro. Os relatos que incêndios entre 19/ago a 22/ago atingiram 1 mln ton de cana-de-açúcar. Sendo que devem ocorrer novos incêndios até o fim da safra.

Os efeitos dos incêndios não são necessariamente negativos, já que a colheita de cana queimada foi uma prática usada durante séculos. Porém, a queima não planejada traz

problemas iguais aos da geada, pois: 1) cana não desenvolvida, a cana poderia precisar de mais alguns meses para estar no ápice do desenvolvimento; 2) planejamento, precisar deslocar as frentes de colheita repetidas vezes e perder produtividade; e, 3) excesso de cana queimada, em casos extremos a quantidade de cana pode ser maior que a capacidade diária da moenda, ou seja, demorando alguns dias para moer essa cana vai perdendo qualidade e ATR rapidamente.

Assim, esses efeitos comentados são de difícil mensuração da sua dimensão, mas somados devem prejudicar a produtividade dos canaviais do C-S do Brasil no final da safra '17/18. Fazendo com que a queda de produtividade seja mais intensa que a sazonalidade normal.

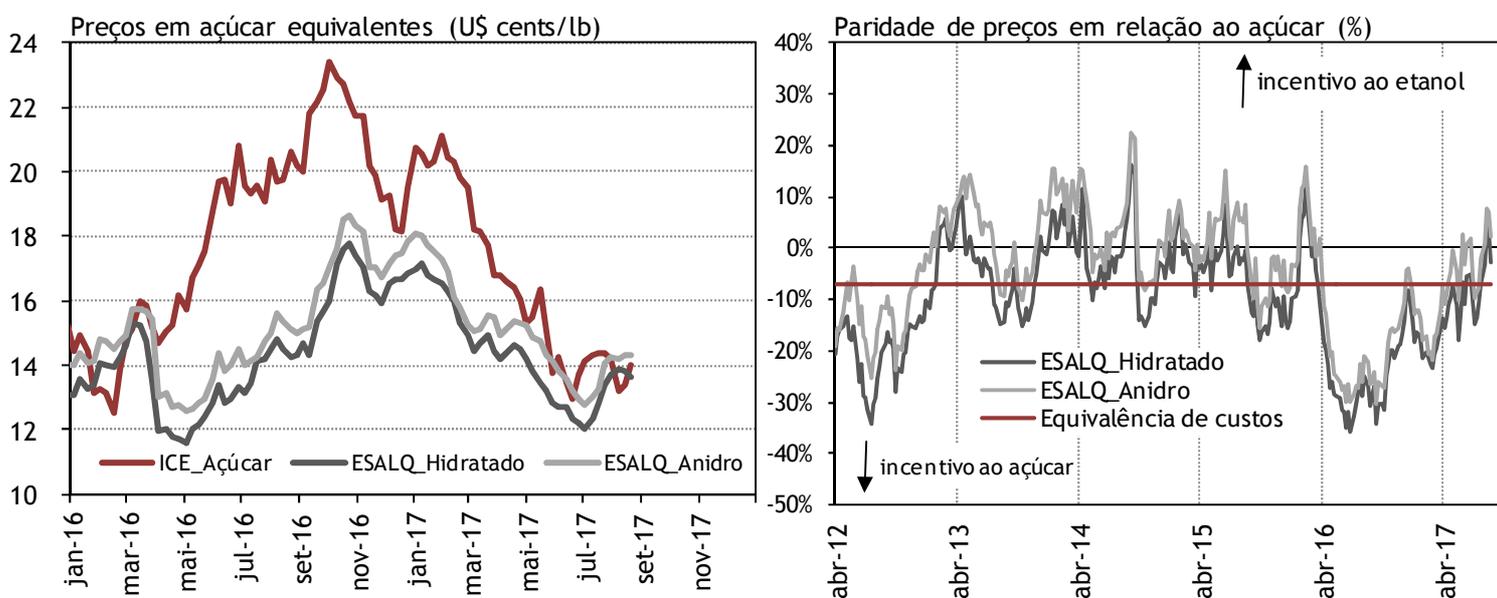
A rigidez do mix de açúcar

A produção de açúcar tem evoluído como era previsto no início do ano, buscando a maximização do açúcar. Os novos investimentos em fabricas de açúcar, apesar de serem marginais, junto com o clima construtivo fizeram com que a produção do adoçante batesse o recorde histórico.

O que surpreendeu foi a pouca influência do desenvolvimento dos preços no mix de produção. Como podemos ver abaixo, a atratividade do etanol cresceu durante a safra. Nossa conta nominal (com base em Ribeirão) mostra que o etanol hidratado chegou a ficar acima do açúcar. Sendo que essa conta é, em geral, mais atrativa para o etanol conforme se afasta do porto de Santos. Além de que existem outros ganhos como: menor utilização de vapor (cogeração), custos menores de produção e ganhos de fluxo de caixa.

Uma das justificativas desse alto mix de açúcar pode ser que as usinas já comercializaram a safra e agora precisam cumprir os contratos, porém é amplamente divulgado pelo mercado (e nos resultados das empresas com ações na bolsa) que a comercialização está abaixo do normal para a época. Assim, concluímos que clima é o maior fator que mantém constante o mix de açúcar na produção das usinas. Ou seja, o mix de açúcar permanecerá alto enquanto o clima for construtivo para a concentração de sacarose e alta qualidade de matéria prima.

Preços em açúcar equivalente: nominal e relativo



Fonte: Bloomberg; Pine Research

Números

Ponderamos os pontos acima, revisamos nossa projeção para uma produção de 590 mln ton de cana-de-açúcar e 36,5 mln ton de açúcar. Já o etanol hidratado deve ultrapassar os 14,1 mln m³, enquanto o anidro chega aos 10,8 mln m³.

	2015/16	2016/17	2017/18*	%
Cana-de-açúcar (mln ton)	617.7	607.1	590.0	-2.8%
Açúcar (mln ton)	31.2	35.6	36.5	2.4%
Etanol anidro (bln l)	10.6	10.7	10.8	0.9%
Etanol hidratado (bln l)	17.6	15.0	14.1	-6.0%
Etanol total (bln l)	28.2	25.7	24.8	-3.4%
ATR kg/ton cana	130.4	132.9	135.5	1.9%
Etanol de milho (bln l)	0.139	0.23	0.30	30%
Mix (%) Açúcar	40.6%	46.2%	47.7%	
Etanol	59.4%	53.8%	52.3%	

Research: Commodities - PINE
Lucas Brunetti

Disclaimers

Informações relevantes

1. *Estes comentários e recomendações foram elaborados pelo Banco Pine S.A. (“Banco Pine”) Estes comentários e recomendações possuem caráter informativo, têm como único propósito fornecer informações e não constituem, nem devem ser interpretados como oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócios específica, qualquer que seja a jurisdição. As informações contidas nestes comentários e recomendações são consideradas confiáveis na data da divulgação destes comentários e recomendações e foram obtidas a partir de qualquer das seguintes fontes: (i) fontes indicadas ao lado da informação; (ii) preço de cotação no principal mercado regulado do valor mobiliário em questão; (iii) fontes públicas confiáveis; (iv) base de dados do Banco Pine. O Banco Pine não declara ou garante, de forma expressa ou implícita, a integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações. Estes comentários e recomendações não são declarações completas ou resumos dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos aqui abordados. As opiniões, estimativas e projeções expressas nestes comentários e recomendações refletem o atual julgamento do analista de investimento responsável pelo conteúdo destes comentários e recomendações na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. Da mesma forma, as cotações e disponibilidades dos instrumentos financeiros são meramente indicativas e sujeitas a alterações sem aviso prévio. O Banco Pine não está obrigado a atualizar, modificar ou corrigir estes comentários e recomendações, nem informar o leitor sobre tais alterações.*

2. *Os analistas de investimento responsáveis pela elaboração destes comentários e recomendações certificam que as opiniões expressas nestes comentários e recomendações refletem de forma precisa e exclusiva suas visões e opiniões pessoais a respeito de toda e qualquer empresa analisada ou seus valores mobiliários e foram produzidas de forma independente e autônoma. Uma vez que as opiniões pessoais dos analistas de investimento podem ser divergentes entre si, o Banco Pine pode ter publicado ou vir a publicar outros comentários e recomendações que não apresentem uniformidade e/ou apresentem diferentes conclusões em relação às informações fornecidas nestes comentários e recomendações. Os analistas de investimento declaram que não mantêm qualquer vínculo com qualquer indivíduo que mantenha relações comerciais de qualquer natureza com as empresas analisadas nestes comentários e recomendações e que não recebe qualquer remuneração por serviços prestados, nem mantêm relações comerciais com empresas ou pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que represente os interesses das empresas analisadas nestes comentários e recomendações. O analista de investimento, seu cônjuge ou companheiro não detém, direta ou indiretamente, posições em valores mobiliários emitidos pelas empresas analisadas nestes comentários e recomendações em sua carteira de investimentos pessoal, não têm interesse financeiro e não estão pessoalmente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de tais valores no mercado. O analista de investimento, seu cônjuge ou companheiro não atua como administrador, diretor ou membro do conselho consultivo das empresas analisadas nestes comentários e recomendações.*

3. *A remuneração do analista de investimento é determinada pelos diretores do Banco Pine. Como todos os funcionários do Banco Pine e suas empresas afiliadas, a remuneração dos analistas de investimento é influenciada pelo resultado geral desta(s) companhia(s). Sendo assim, a remuneração do analista de investimento pode ser considerada indiretamente relacionada a estes comentários e recomendações, entretanto o analista de investimento responsável pelo conteúdo destes comentários e recomendações garante que nenhuma parcela de sua remuneração esteve, está ou estará, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas*

contidas nestes comentários e recomendações ou ligada a precificação de quaisquer dos valores mobiliários discutidos nestes comentários e recomendações.

4. O Banco Pine, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum podem possuir participação acionária, direta ou indireta, igual ou superior a 5% (cinco por cento) do capital social das empresas analisadas nestes comentários e recomendações, e podem estar envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação de tais valores no mercado. O Banco Pine, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum declaram que recebem, ou pretendem receber, remuneração por serviços prestados para as empresas analisadas nestes comentários e recomendações ou para pessoas a ela ligadas.

5. Os instrumentos financeiros discutidos nestes comentários e recomendações podem não ser adequados para todos os investidores. Estes comentários e recomendações não levam em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em suas características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento baseada nas informações contidas nestes comentários e recomendações. Caso um instrumento financeiro seja expresso em uma moeda que não a do investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode impactar adversamente o preço, valor ou rentabilidade do instrumento financeiro e o leitor destes comentários e recomendações assume quaisquer riscos de câmbio. A rentabilidade de instrumentos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode, direta ou indiretamente, aumentar ou diminuir. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros, e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita nestes comentários e recomendações em relação a desempenhos futuros. O Grupo Pine se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização destes comentários e recomendações ou de seu conteúdo.

6. Estes comentários e recomendações não podem ser reproduzidos ou redistribuídos para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito do Banco Pine. Informações adicionais sobre os instrumentos financeiros discutidos nestes comentários e recomendações estão disponíveis sob consulta.

Certificação de analistas

Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório de análise são certificados de acordo com a regulamentação brasileira.