

## O Setor Sucroalcooleiro e seus ciclos

Equipe MBF Agribusiness

O que os preços e os resultados atuais podem demonstrar ou indicar quanto aos próximos períodos do setor sucroalcooleiro? Para responder a essa pergunta, primeiramente, é necessária uma análise histórica do setor, pelo menos, desde suas últimas crises.

Excluindo algumas distorções, os números dos demonstrativos financeiros publicados pelas Cias., quando analisados na amplitude de um mercado específico, refletem os históricos e as consequências de ciclos de altas e baixas desse mercado.

Além de ser uma excelente fonte de avaliação histórica, esses resultados podem sinalizar tendências e despertar a mente estratégica dos gestores.

Vejamos o que nos mostram os históricos dos últimos ciclos do setor, compreendidos desde o ano de 1996, com relação aos principais pontos de análises de resultados:

### Patrimônio Líquido

O gráfico 1 evidencia que, diante dos recentes resultados ruins, o PL das Cias. está se deteriorando (atingindo seu menor nível em 10 anos), e a execução da nova lei, que está vedando novas reavaliações de ativos, já tradicionais no setor, poderá levar muitas empresas a apresentar um passivo a descoberto, ou seja, os direitos menores do que as obrigações com terceiros, resultando em um patrimônio negativo para os acionistas.

Analisando o gráfico 2 é possível identificar que sem o efeito das reavaliações, o PL está diminuindo.

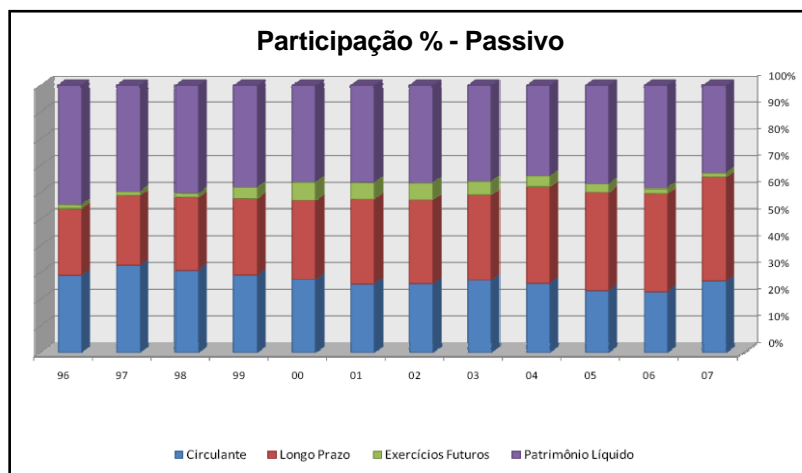


Gráfico 1

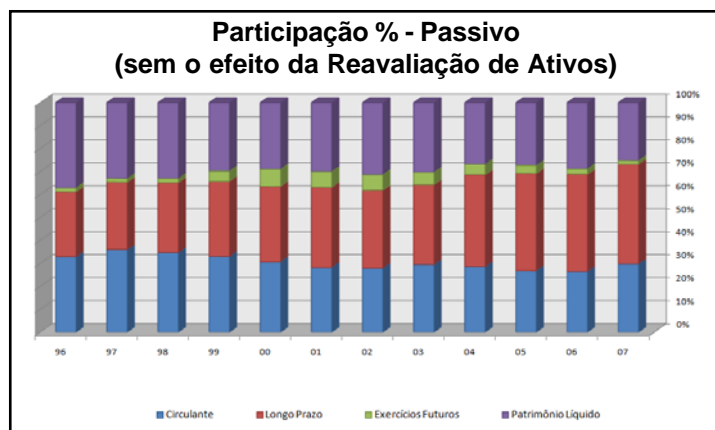


Gráfico 2

### NOVA LEI DAS S/A

A recente mudança na contabilidade (lei 11.638/07) extinguiu a reavaliação espontânea de ativos, com base na resolução do CFC nº 1.159. Com isso, pode-se manter a reavaliação contraída antes de 2008, exaurindo-a conforme programado, ou mesmo fazer o seu estorno. De qualquer maneira, esse artifício era amplamente usado no setor e mantinha os valores do ativo permanente, ajudando também a equilibrar a alavancagem da Cia. e a manter o patrimônio líquido (PL).

## Liquidez Corrente

Pelo gráfico 3, na sequência, observa-se que em 2007 a liquidez corrente chegou perto do patamar do ano de 1999, e tudo indica que deverá cruzá-lo, quando os números de 2008 estiverem disponíveis. Esse quadro se deve ao fato, conforme já comentado pela **MBF Agribusiness** em artigos anteriores, de a crise de 2007 ter sido pior do que a instalada no ano de 99. Isso ocorreu, pois o mercado entrou em euforia e não se acreditava que as usinas iriam novamente passar por dificuldades, o que elevou os custos da cadeia produtiva, além de um excesso de produção.

O excesso de produção trouxe preços ruins e uma expectativa muito otimista, o que gerou o aumento de custos. Não se pode esquecer que todo o quadro apresentado também foi reflexo do chamado "boom" do setor em 2005/06.

Contudo, acredita-se em uma recuperação da liquidez média já no ano de 2009.

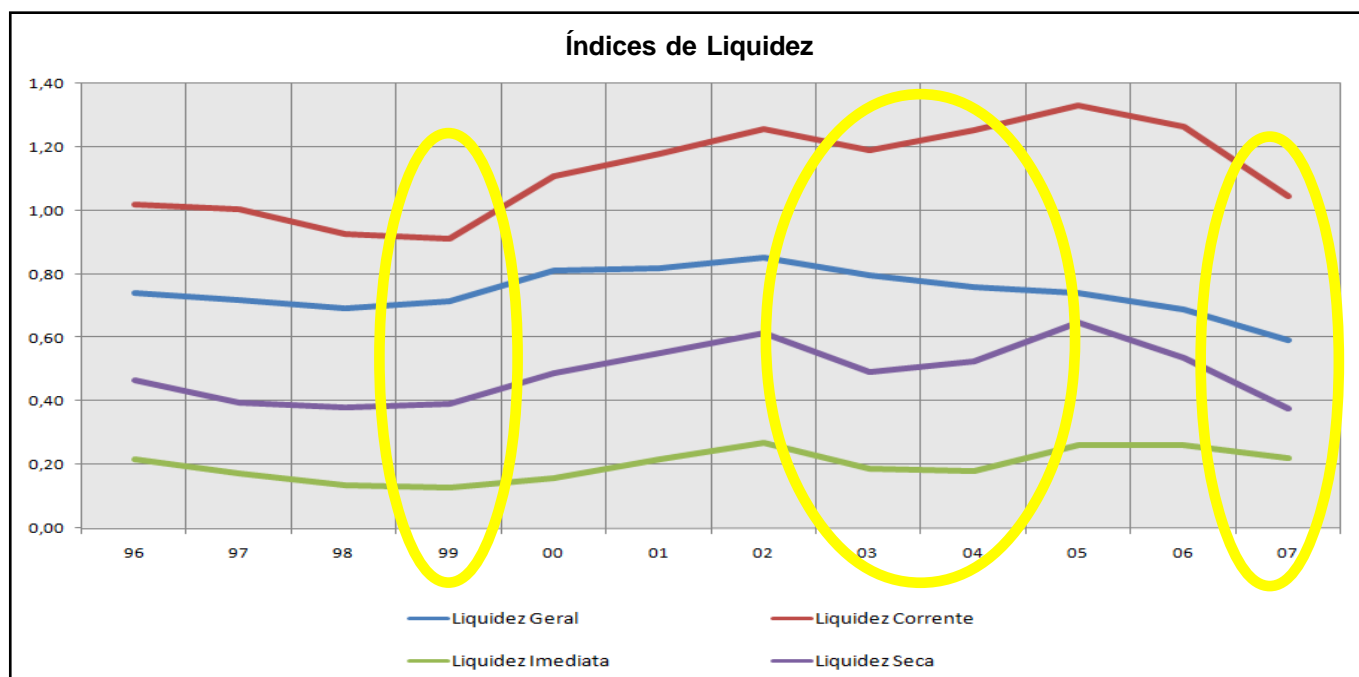


Gráfico 3

## Giro do Ativo

O que o "boom" trouxe de bom? Até agora, uma disponibilidade de capital que incentivou a corrida desenfreada por investimentos em novas unidades e a expansão das já existentes, proporcionando um aumento da alavancagem (que será comentado a seguir).

Ilustrando a afirmação, verifica-se no gráfico 4 que, em 10 anos, o setor nunca esteve tão imobilizado, prejudicando o indicador de giro do ativo, que também é ponderado através das receitas obtidas, que, em 2007, devido aos preços ruins, foram baixas. O resultado foi o giro do ativo médio mais baixo da última década.

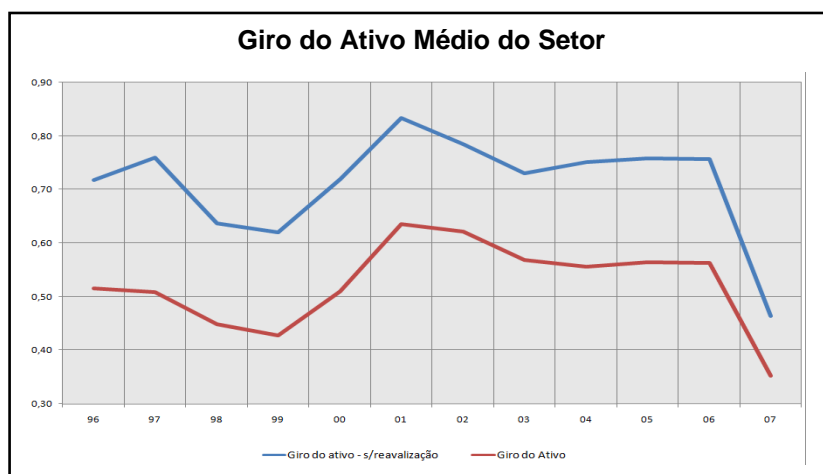
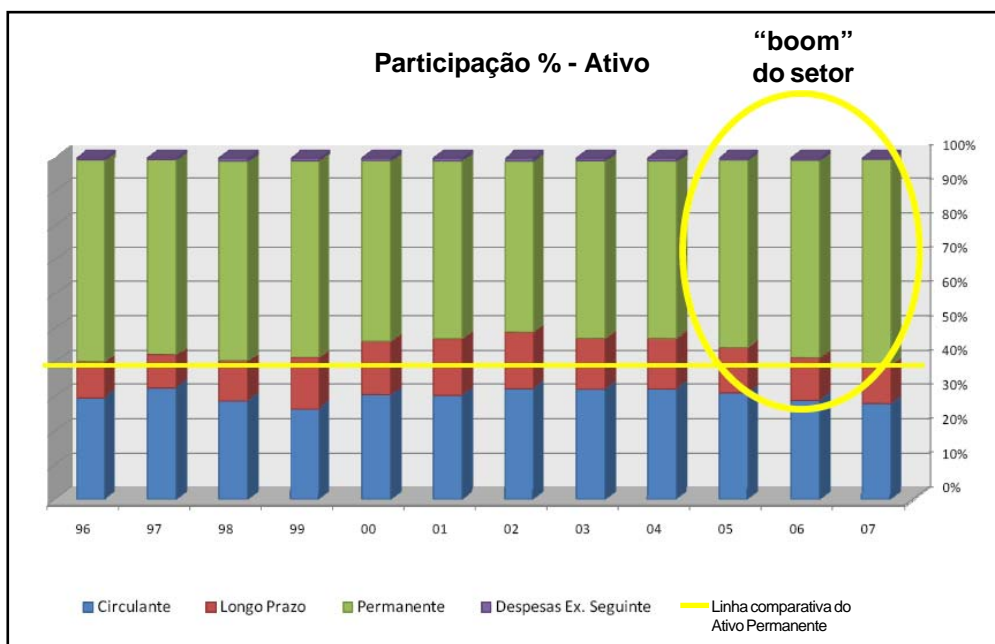


Gráfico 4

*Ressalta-se que nos números médios do setor, demonstrados nesse artigo, excluiu-se o efeito das Cias. listadas na Bovespa, que distorce a média e será melhor exemplificado no decorrer dos tópicos.*

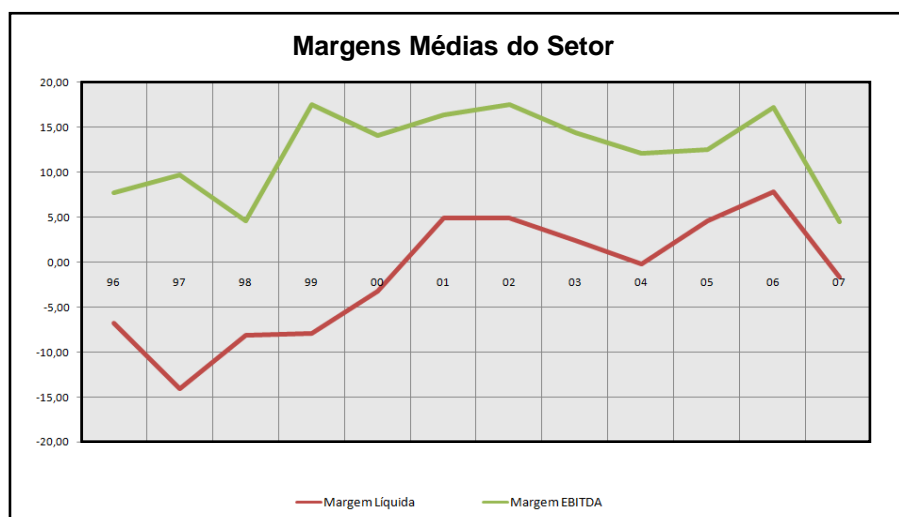


**Gráfico 5**

### Margens de resultados

Observa-se que, no caso do EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* ou *Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização*), o nível encontrado em 2007 equipara-se ao ano de 98 (ano anterior ao da crise de 99).

É importante lembrar que a queda conjunta de Margem e Giro é desastrosa para os acionistas, pois destrói o ROE (*Return on Equity - Retorno sobre o Patrimônio*).



**Gráfico 6**

### Alavancagem

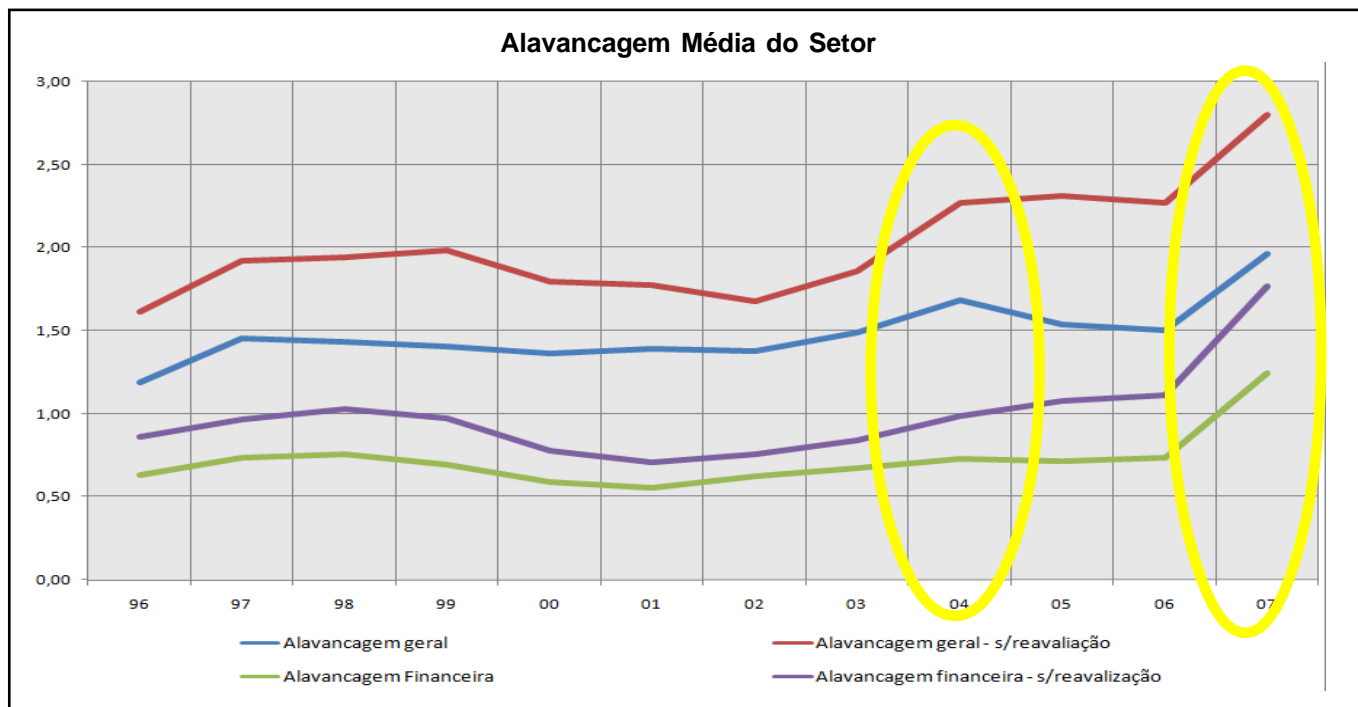
Diante do que foi exposto até aqui neste artigo, situação de baixos preços, baixas margens, altos investimentos, "boom" do etanol e a pior crise (pior do que 99), o resultado não poderia ser outro a não ser o maior nível médio de alavancagem dos últimos anos, conforme o gráfico 7. Isso só reforça as declarações já realizadas por esta consultoria em seu boletim diário, **Atualize MBF**, de que a crise mundial não derrubou o setor, ele já estava com sérios problemas.

### PARTICULARIDADES CONTÁBEIS DO SETOR

Existe um tipo de dívida conhecido como PESA (Programa Especial de Saneamento de Ativos) no passivo das empresas do setor, o qual se refere a um programa instituído em 1998 para renegociar as dívidas dos agricultores devedores acima de R\$ 200 mil. No momento de adesão ao programa, a empresa deveria comprar CTNs (Certificados do Tesouro Nacional), no valor de 10,36% do montante da dívida. Com isso, a dívida total seria corrigida anualmente pelo IGPM, com pagamentos anuais de 5% a 9% do montante atualizado e, após cerca de 20 anos, o montante seria anulado pelo valor dos CTNs adquiridos, que são corrigidos pelo IGPM+12% a.a..

Muitas unidades possuem o PESA contabilizado no passivo, mas não têm o CTN registrado no ativo com as devidas correções. O fato é que algumas empresas ganharam o direito, perante as empresas de auditoria, de contabilizar os juros futuros do CTN no balanço, de forma a neutralizar o efeito do PESA, que, na verdade, não é devido em todo aquele montante, somente um percentual anual durante 20 anos, referente aos juros. Isso diminui a alavancagem e/ou melhora a liquidez, dependendo de como for contabilizado.

Outra dívida peculiar são os antigos REFIS, que foram negociados com pagamentos anuais de 1,2% a 1,5% do faturamento da empresa. O passivo continua sendo corrigido, e o pagamento anual não diminui esse montante, transformando a dívida em impagável e destruindo o patrimônio líquido, fato que já está sendo discutido judicialmente por alguns escritórios de advocacia.

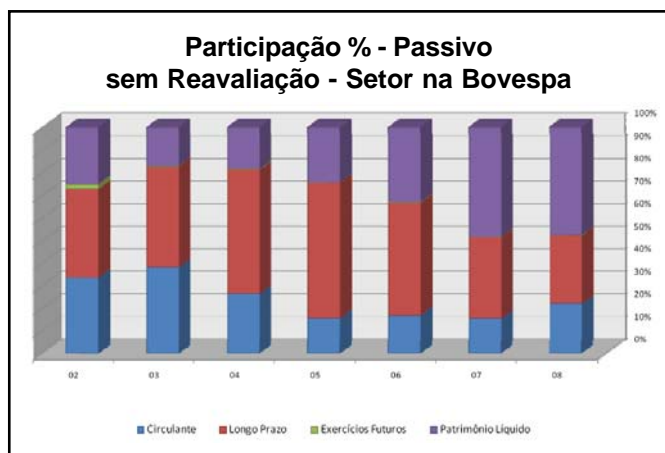


**Gráfico 7**

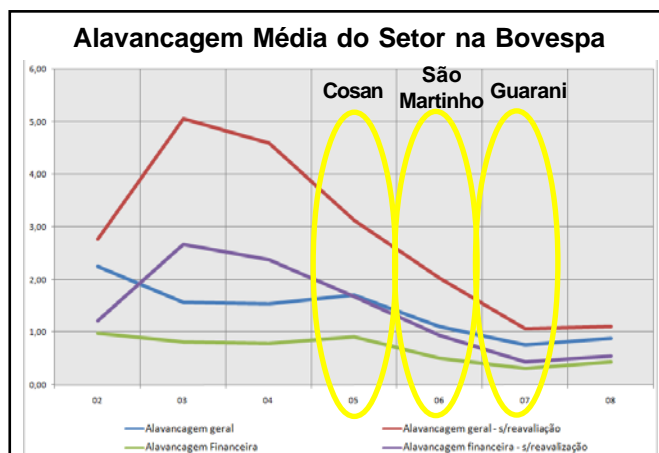
### IPOs no setor - (Initial Public Offering ou Oferta Pública Inicial)

Foi um bom negócio para o setor fazer IPO? Com certeza. Os três IPOs do setor foram: a COSAN, em 11/2005, a São Martinho, em 02/2007 e a Guarani, em 07/2007, que tiveram reflexos nos demonstrativos referentes a 2005, 2006 e 2007, respectivamente.

As entradas de recursos dos IPOs resultaram em impactos positivos, principalmente na composição do passivo (no PL) e na alavancagem, como demonstram os gráficos 8 e 9:



**Gráfico 8**



**Gráfico 9**

Destaca-se que, para obter os resultados apresentados no estudo, foram utilizados somente os demonstrativos das unidades produtoras de açúcar e etanol de cada grupo.

Diante do gráfico, é possível identificar que, no aspecto alavancagem, os grupos sucroalcooleiros da Bovespa movimentaram-se no sentido contrário ao setor como um todo, reduzindo seu nível de exposição. Não é à toa que grandes grupos ainda perseguem sua entrada na BOVESPA.

Contudo, com relação à liquidez, giro e margem, a situação não foi diferente da média do setor, conforme demonstram os gráficos:

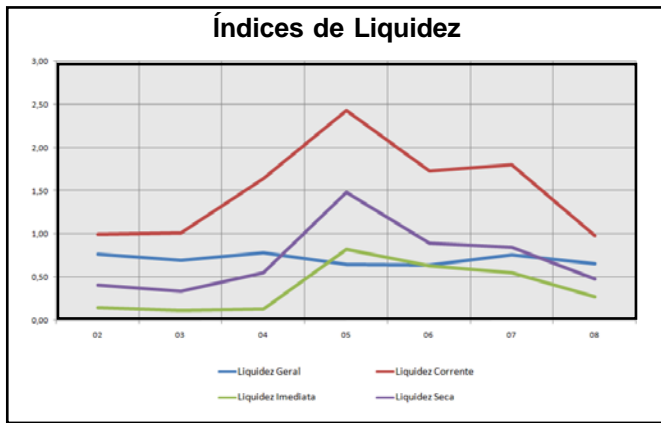


Gráfico 10

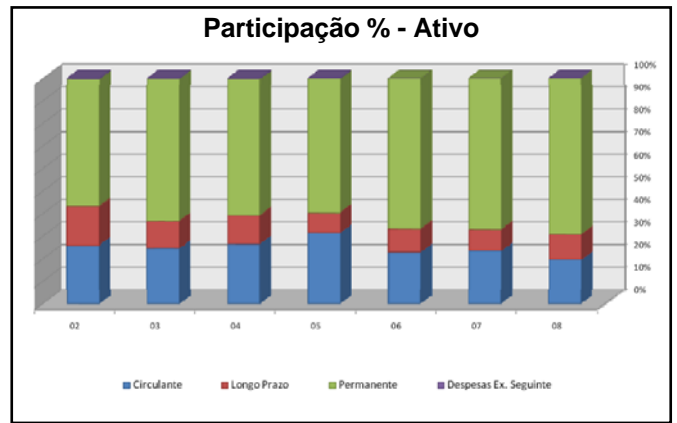


Gráfico 11



Gráfico 12

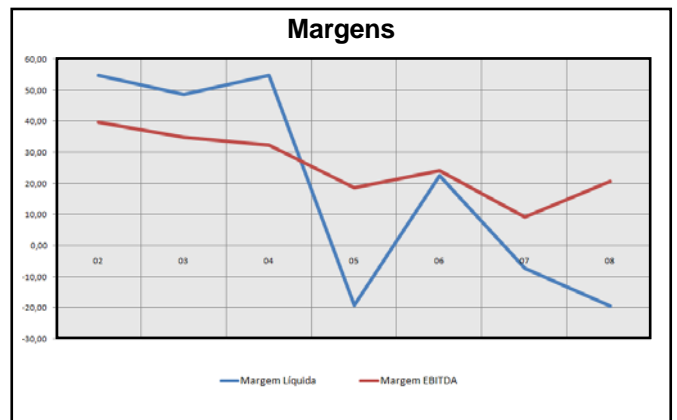


Gráfico 13

### O que esperar do período "pós-crise"?

Analisando historicamente o setor, após suas crises, sempre houve escaladas na liquidez e margem (gráficos 14 e 15). Tudo indica que isso ocorrerá nos próximos dois anos e já deveremos ter resultados melhores nos balanços referentes ao ano de 2009 ou na safra 09/10, devido à recuperação de preços. Os gráficos dos grupos na Bovespa já demonstram recuperação no EBITDA em 2008, que possui correlação com a média do setor e, conseqüentemente, impactará na liquidez de todo o mercado sucroalcooleiro.

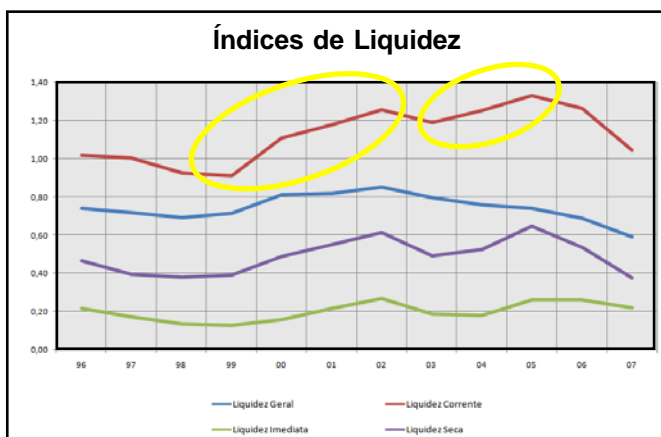


Gráfico 14

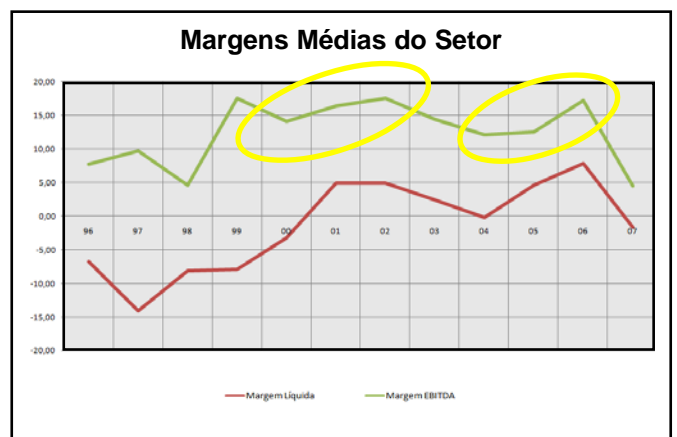
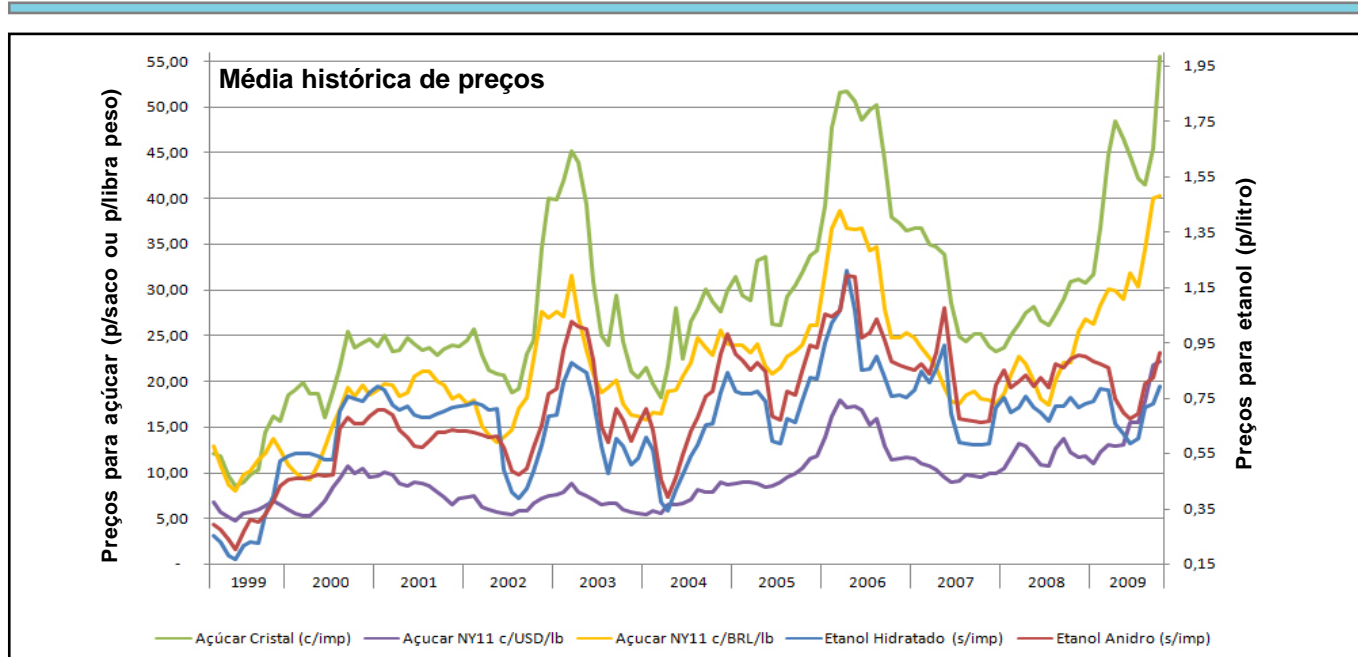


Gráfico 15

Ainda sobre recuperação de preços, estamos vendo uma alta que há muito não se via no mercado de açúcar e que, estatisticamente, tenderá a durar mais duas safras no máximo. Porém, há os mais otimistas que acreditam em picos de preço extraordinários e em um prolongamento maior dos patamares atingidos.

Historicamente, não se comprova esse prolongamento dos otimistas, mas os tempos são outros e os fundamentos também. O etanol no mercado interno tem se recuperado, mas ainda não atingiu os patamares já obtidos no ano de 2006, por isso, ainda há espaço para altas no próximo ano para essa commodity.



**Gráfico 16**

Deve-se lembrar que ainda não se concretizaram as profecias do "boom" do etanol, com adoções agressivas desse produto em vários países, além de diversas unidades produtivas.

Porém, mais uma vez a MBF alerta que a maioria das unidades sucroalcooleiras ainda é precária em termos de gestão profissional e controle de custos, elementos essenciais em momentos turbulentos como os que temos passado.

Se isso não entrar de vez na pauta das reuniões de diretoria, poderemos continuar vendo desfechos ruins para algumas unidades. Não se pode deixar que os bons tempos de preços mascarem essa realidade, que sempre vem à tona nos piores momentos (crises).

#### Banco de Dados da MBF

A MBF Agribusiness mantém um acompanhamento constante dos indicadores do setor, com números históricos desde o ano de 1996.

Esses dados correspondem a informações agrícolas, industriais e econômicas que englobam balanços contábeis de mais de 50% das unidades operantes no agronegócio sucroalcooleiro.

É uma árdua manutenção de dados, pois há dificuldade na coleta de informações, principalmente econômicas, visto que o setor ainda possui o viés de empresa familiar, mantendo-se fechado para o que chamam de "concorrência" e avesso a controles internos.

Além disso, outros fatores dificultam uma análise criteriosa dos resultados, tais como:

- Os constantes resultados negativos ao longo de diversas crises, as dissoluções de sociedade, as trocas de gestores e a alta alavancagem que não estimulam o interesse dos executivos em divulgar seus resultados.
- Muitas empresas adotam critérios contábeis pelo lucro presumido, que não exige registros contábeis detalhados.
- Grande é o percentual de empresas que não efetuam auditoria externa sobre os números de balanço e demonstrativos financeiros. Pelos registros da MBF, apenas 20% são auditados.
- A constante mutação entre as empresas do setor nos últimos anos, com fusões, aquisições e cisões também é outro item que requer atenção. Muitos grupos assumiram em suas empresas controladoras os resultados das companhias assumidas, mas mantêm a divulgação dos demonstrativos econômicos das empresas esvaziadas economicamente.

Por esses motivos, a análise histórica deste artigo se restringe até 2007 (ou safra 07/08), pois poucos balanços do ano de 2008 (safra 08/09) foram disponibilizados, e, mesmo nos anos demonstrados, muitas unidades não publicaram ou disponibilizaram seus dados ao mercado.

Mesmo assim, pela quantidade de informações disponibilizadas para análise, os números apresentados possuem boa representatividade e espelham a realidade de um setor com tantos altos e baixos e que precisa se organizar para a estabilidade que chega.