

21 . f e v . 2 0 2 4

LVNT

UP  
DA  
TE

# FIAGRO

## Panorama Agro



**Analista**  
Felipe Sousa  
CNPI-P 2455



**Analista de Commodities**  
Vicente Zotti



**Analista**  
Eduardo Rahal  
CNPI-T 2947



**Estagiário**  
Victor Sartori



# Panorama Agro – FIAGRO

## Quais os impactos sobre a quebra de safra de soja na temporada 23/24?

---

Com os trabalhos a campo da safra 2023/24 avançando, fica cada vez mais evidente que em estados importantes para a produção nacional, **teremos uma quebra de safra, comparando com as expectativas iniciais, e uma produção bem menor que a temporada 22/23.**

O principal fator para essa quebra de safra foi a falta de chuva no período de desenvolvimento das lavouras, impactando principalmente as áreas que realizaram plantio logo na abertura da janela (ZARC) e com soja de ciclos precoce e médio. Houve, nesses casos, o encurtamento do ciclo da oleaginosa, prejudicando, assim, o potencial reprodutivo das plantas. **Logo, ocorreram quedas de flores no período vegetativo e a baixa quantidade de vagens por planta.**

Também foi observada uma redução no rendimento em áreas onde o algodão é cultivado como cultura subsequente, devido ao menor investimento na soja, à colheita antecipada ou até mesmo à remoção da soja sem a colheita, **a fim de priorizar o plantio do algodão na janela ideal.**

Mesmo em estados do país onde tivemos um início de ciclo produtivo melhor, a exemplo do Paraná, já há uma revisão colocando a safra de soja 23/24 em 19.243 mmt, sendo que em 22/23 a safra foi de 22.328 mmt. Nesse sentido, acreditamos que apenas Rio Grande do Sul e Santa Catarina terão uma safra em 23/24 maior que 22/23, **sendo que a projeção para o RS é de 22.442 mmt para esse ano safra, contra 12.970 mmt do ano anterior.**

Em resumo, o consenso do mercado parece estar mais próximo da projeção da Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB), que prevê uma produção de **149.403 milhões de toneladas, do que do United States Department of Agriculture (USDA), que estima 156 mmt.** No entanto, como muitos participantes do mercado baseiam suas operações nos números do USDA, a projeção de 156 mmt ainda representa uma produção significativa para o Brasil e exerce pressão sobre os preços de Chicago.

O complicador desse cenário é que geralmente há uma diferença entre o balanço de uma commodity e o seu preço. Quando a produção é reduzida e a demanda permanece constante, o preço tende a subir, o que beneficia a lucratividade do produtor. No entanto, atualmente, observamos que a queda na demanda chinesa por novas compras está exercendo um impacto maior do que as reduções na produção.

Sobre esse cenário, vamos entender primeiro como é composta a margem do produtor:

- **Valor de venda (Receita)**

- **Custo + Despesas**

- **Produtividade**

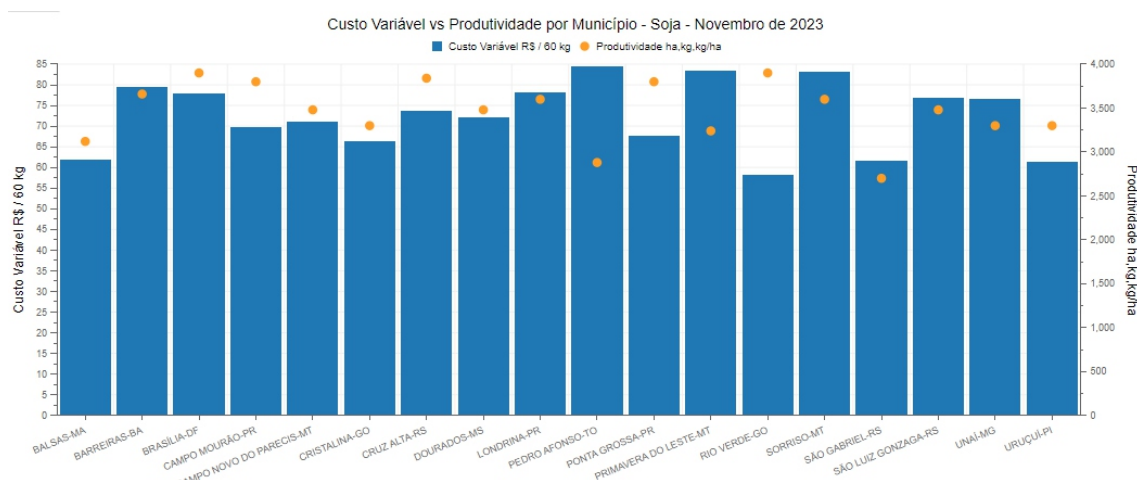
Vamos começar analisando a produtividade. De acordo com os dados abaixo, a produtividade da soja em Mato Grosso já está estimada em 15,23% abaixo da safra 22/23. Muitos podem argumentar que isso se deve a uma produtividade excepcional na safra anterior, o que teria elevado a base de comparação. **No entanto, ao analisar os anos anteriores, é possível concluir que esse não é o caso.**

SOJA: ESTIMATIVA DE PRODUTIVIDADE									
Regiões do IMEA	Produtividade	Produtividade	Produtividade	Produtividade	Produtividade	Produtividade 23/24 <sup>1</sup>		Variação	
	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	JAN/23	FEV/23	FEV/23 JAN/23	ANUAL
Centro-Sul	54,38	58,45	58,48	56,96	61,08	52,90	50,69	-4,17%	-17,01%
Médio-Norte	56,3	60,08	57,06	57,05	62,51	54,03	52,92	-2,07%	-15,35%
Nordeste	55,8	57,33	56,84	60,75	62,92	52,86	52,75	-0,21%	-16,17%
Noroeste	56,56	58,98	57,53	59,80	61,45	53,70	53,04	-1,24%	-13,69%
Norte	58,44	60,32	59,29	58,72	62,56	53,86	53,86	0,00%	-13,91%
Oeste	56,46	60,48	58,20	61,07	60,47	52,63	50,73	-3,60%	-16,09%
Sudeste	55,58	58,34	57,24	61,70	63,04	54,26	54,16	-0,19%	-14,09%
<b>Mato Grosso</b>	<b>56,04</b>	<b>59,09</b>	<b>57,42</b>	<b>59,38</b>	<b>62,30</b>	<b>53,59</b>	<b>52,81</b>	<b>-1,44%</b>	<b>-15,23%</b>

<sup>1</sup>Unidade: sc/ha <sup>2</sup>Estimativa Fonte: IMEA

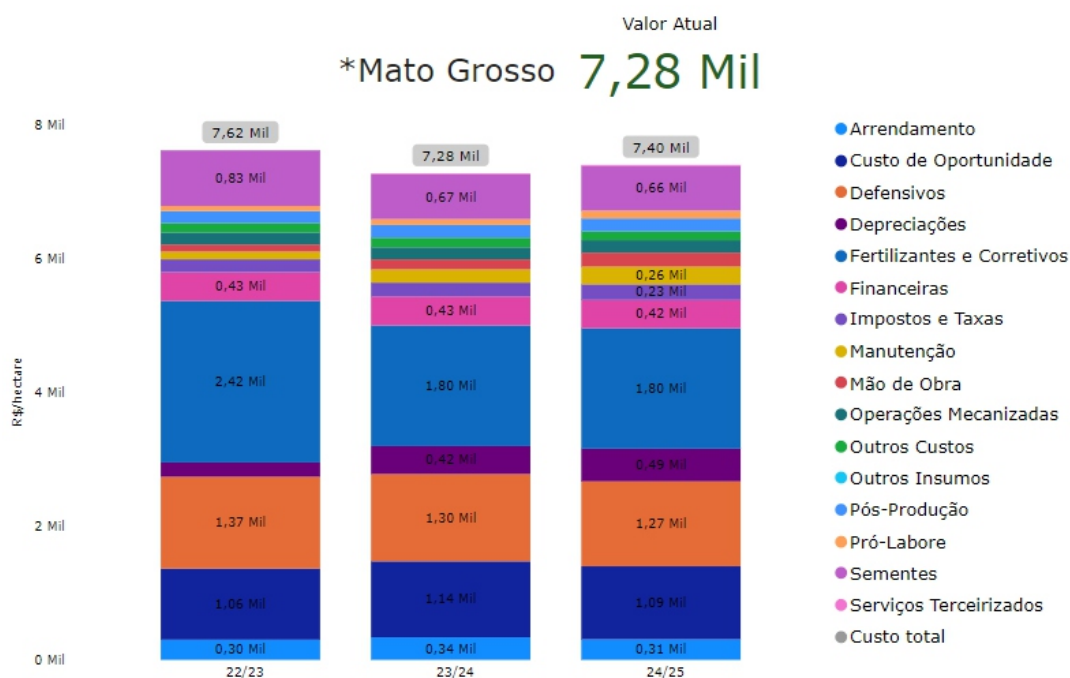
Fonte: IMEA

De acordo com os dados da CONAB de novembro, a produtividade média da soja no Brasil estava próxima de 64 sacas por hectare. No entanto, devido aos problemas climáticos mencionados anteriormente e às questões **relacionadas ao plantio, espera-se uma queda de aproximadamente 10% na média brasileira.**



Fonte: CONAB

Agora, vamos analisar os custos. Segundo dados de fontes oficiais, que conseguem fornecer uma média de custos mais precisa para o estado, o custo médio no Mato Grosso para a temporada 23/24 é de R\$ 7.280 por hectare, o que representa uma redução de 4,46%. **Se dividirmos esse valor pela média esperada de produtividade, conforme o IMEA (Instituto Mato-grossense de Economia Agropecuária), teremos um custo por saca de R\$ 137,85 (vamos guardar esse número).**



Fonte: IMEA

Analisando os dados do DERAL (Departamento de Economia Rural do Paraná), observamos que o custo projetado por hectare é de R\$ 6.393 para a safra atual, enquanto na safra 22/23 era de R\$ 6.966, representando uma queda de **8,22%**. **O custo estimado conforme a produtividade esperada pelo DERAL é de R\$ 116,26.**

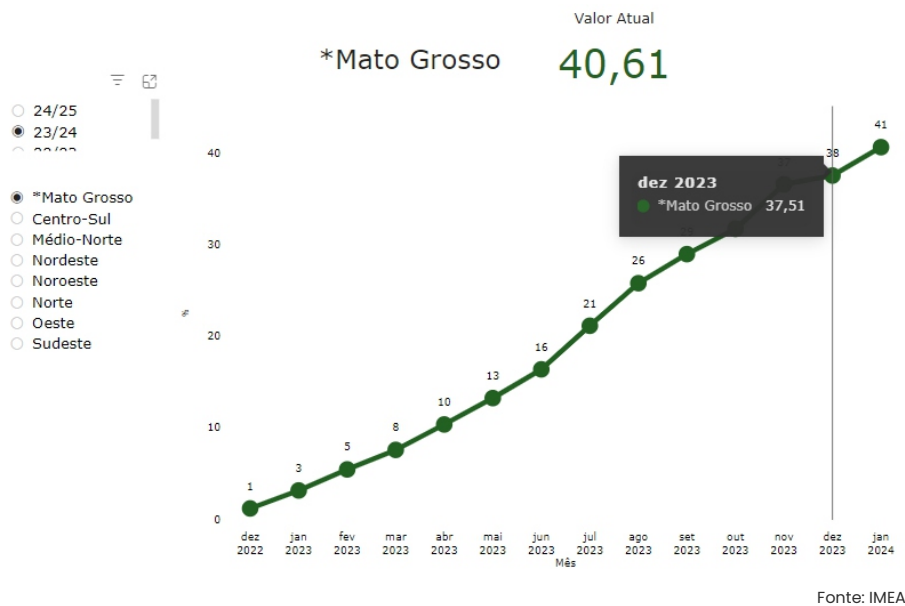
ESTIMATIVA DO CUSTO DE PRODUÇÃO			
PRODUTO:	SOJA	SPD	
MÊS/ANO:	nov-23	Produtividade:	55 SC 60kg/ha
Especificação	R\$/ha	R\$/60kg	Participação (%)
1 - Operação de máquinas e implementos	412,19	7,49	6,45
2 - Despesas de manutenção de benfeitorias	52,27	0,95	0,82
3 - Mão-de-obra temporária	59,18	1,08	0,93
4 - Sementes/Manivas	830,40	15,10	12,99
5 - Fertilizantes	866,34	15,75	13,55
6 - Agrotóxicos	810,34	14,73	12,67
7 - Despesas gerais	57,73	1,05	0,90
8 - Transporte externo	156,75	2,85	2,45
9 - Assistência técnica	61,77	1,12	0,97
10 - PROAGRO/SEGURO	184,87	3,36	2,89
11 - Juros	153,68	2,79	2,40
<b>TOTAL DOS CUSTOS VARIÁVEIS (A)</b>	<b>3.645,52</b>	<b>66,27</b>	<b>57,02</b>
1 - Depreciação de máquinas e implementos	424,00	7,71	6,63
2 - Depreciação de benfeitorias e instalações	69,69	1,27	1,09
3 - Sistematização e correção do solo	142,27	2,59	2,23
4 - Cultura	-	-	-
5 - Seguro do capital	44,33	0,81	0,69
6 - Mão-de-obra permanente	269,80	4,91	4,22
<b>SUB-TOTAL (B)</b>	<b>950,09</b>	<b>17,29</b>	<b>14,86</b>
7 - Remuneração do Capital próprio	334,16	6,08	5,23
8 - Remuneração da terra	1.464,17	26,62	22,90
<b>SUB-TOTAL (C)</b>	<b>1.798,33</b>	<b>32,70</b>	<b>28,13</b>
TOTAL DOS CUSTOS FIXOS (B+C)	2.748,42	49,99	42,98
CUSTO OPERACIONAL (A+B)	4.595,61	83,56	71,87
<b>CUSTO TOTAL (A+B+C)</b>	<b>6.393,94</b>	<b>116,26</b>	<b>100,00</b>

FONTE: SEAB/DERAL  
 Obs: Coeficientes e sistemas de produção ajustados inclusive nos meses anteriores a esta pesquisa.

Fonte: DERAL

Para facilitar nosso entendimento e evitar qualquer viés, vamos mencionar outra instituição, o EMATER-DF, **que projeta o custo total de produção em R\$ 118,97 para a safra 23/24.**

Agora, a fim de encerrar a avaliação da margem, consideraremos o preço de venda. O produtor do Mato Grosso é um ponto de referência para o Brasil devido à sua representatividade na produção de soja. Como o comportamento dos produtores é muito semelhante, vamos analisar o percentual já comercializado antecipadamente ("Travas") até dezembro de 2023. **Nesse período, o produtor estava com 37,51% da sua expectativa de safra comercializada e o preço médio do MT naquele período estava por volta de R\$ 120. Portanto, presumiremos que o preço médio atual seja de R\$ 120, com base nos 37,51% já comercializados até dezembro (o que, nesse caso, é apenas uma premissa).**



Neste momento, vamos a uma conta matemática. O preço atual tem uma média de R\$ 99 a saca. Logo, se precisar vender o restante agora para pagar as despesas de 30/04, teremos o seguinte cenário:

$$37,51(\text{Percentual comercializado}) * 120 (\text{Preço de venda}) = \mathbf{4.501,20}$$

$$62,49 * 99 = \mathbf{6.186,51}$$

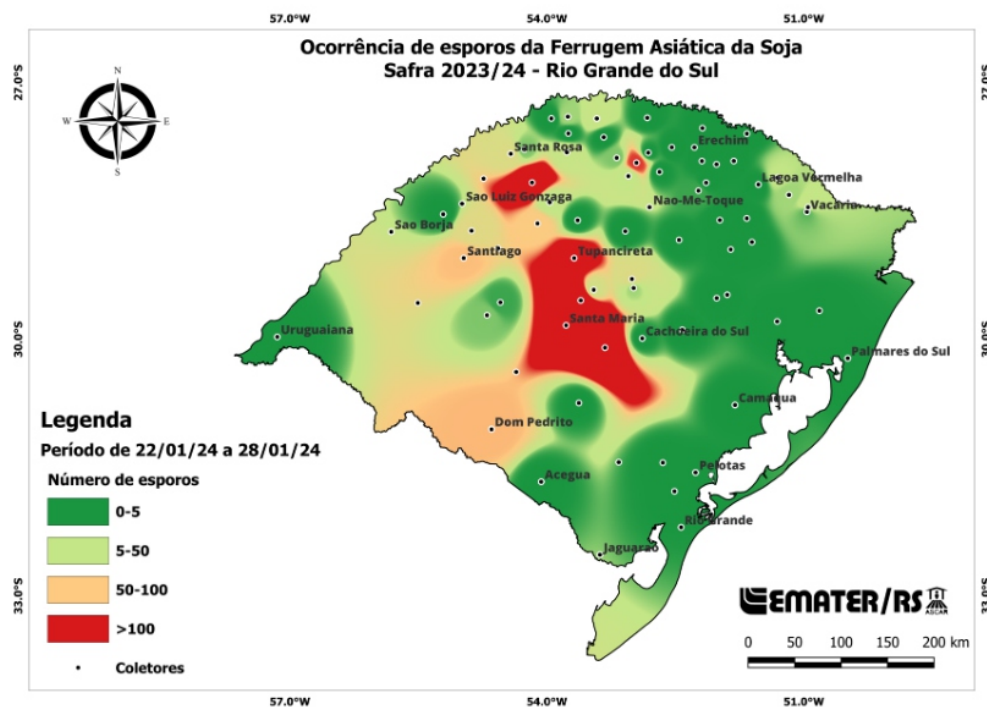
$$10.687,71 / 100 = \mathbf{R\$ 106,87.}$$

Resumindo, no caso do MT, com o custo de produção por saca de R\$ 137,85 e considerando o cenário acima, **há uma projeção de destruição de valor. Mesmo que o produtor venda todo o restante da sua produção, não conseguirá cobrir todos os custos.**

Outro ponto a ser considerado é que, se considerarmos apenas o custo de produção direta para avaliar o quanto de liquidez o produtor estaria perdendo, teríamos um custo de R\$ 84,77. Portanto, se houve vendas antecipadas, o produtor teria condições de pagar todas as despesas financeiras e iria para a próxima safra com prejuízos devido às despesas, mas pelo menos os custos diretos rodariam. A questão que acaba sendo levantada é a seguinte: nesse cenário de prejuízo, o produtor vai vender tudo para pagar o custo direto e arcar com o prejuízo, ou vai segurar a soja para especular?

Outra questão é que a produção da safra 23/24 ainda não está definida e, devido aos problemas com a ocorrência de ferrugem, pode reduzir ainda mais a produtividade. Observem que, conforme os dados da EMATER/RS abaixo, há um alto índice de ocorrência de esporos de ferrugem, e obtivemos relatos de produtores em outros estados apontando o mesmo cenário, como MG e GO.

Ocorrência de esporos:



Fonte: EMATER

Acreditamos que o preço atual da soja está causando retenção nas vendas e que esse cenário pode perdurar até o dia 30/03, devido a quantidade de despesas que são pagas em 30/04 e da quantidade de soja a colher.

**Abaixo o quadro ilustra a queda de margem dos produtores:**

Item	Ano safra 22/23	Ano safra 23/24
Custo + Despesas	R\$ 7.620,00	R\$ 7.280,00
Produtividade (sc/ha)	62,3	52,81
Valor de venda (Receita)	R\$ 130,00	R\$ 107,00
Margem líquida	5,91%	-28,83%

Fonte: IMEA, PINE

**Fica evidente a queda de margem dos produtores** através do quadro acima, e as consequências em toda a cadeia serão agravadas no segundo semestre, devido ao cenário da cultura de inverno. Portanto, não acreditamos que o ápice do problema seja agora. Mas se o preço, principalmente do milho e da soja, não subir no segundo semestre, acreditamos em uma acentuação nos movimentos de RJ e liquidação de garantias.

### Como operar com esta informação?

Acreditamos que, para os investidores agropecuários, o ideal é reduzir a exposição aos grãos. Por isso, temos como nossas principais recomendações do momento o RURA11, FGAA11 e KNCA11. Também gostamos do fundo VCRA11, apesar de ter apresentado alguns problemas. Em linhas gerais, **é importante observar os índices de liquidez dos devedores dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs)**, especialmente aqueles que possuem balanço auditado. Para os que não possuem, é necessário analisar detalhadamente as garantias das operações, bem como a liquidez e eventuais prazos para execução.

Por fim, como foi informado acima, devido ao aumento do custo, queda do preço da commodity e **compressão das margens, deveremos ter algumas renegociações nos calendários de amortização dos CRAs, em especial dos devedores expostos a grãos.**



## DISCLAIMER

A INSIDE RESEARCH LTDA. ("INSIDE"), empresa do Grupo Levante Investimentos ("LEVANTE"), declara que participou da elaboração do presente relatório de análise e é responsável por sua distribuição exclusivamente nos canais autorizados das empresas do Grupo Levante, tendo como objetivo somente informar os seus clientes com linguagem clara e objetiva, diferenciando dados factuais de interpretações, projeções, estimativas e opiniões, não constituindo oferta de compra ou de venda de nenhum título ou valor mobiliário. Além disso, os dados factuais foram acompanhados da indicação de suas fontes e as projeções e estimativas foram acompanhadas das premissas relevantes e metodologia adotadas.

Todas as informações utilizadas neste documento foram redigidas com base em informações públicas, de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, a INSIDE e os seus analistas não respondem pela veracidade das informações do conteúdo, mas sim as companhias de capital aberto que as divulgaram ao público em geral, especialmente perante a Comissão de Valores Mobiliários ("CVM").

As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Para maiores informações consulte a Resolução CVM nº 20/2021, e, também, o Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários. Em cumprimento ao artigo 16, II, da referida Resolução CVM nº 20/2021.

**As decisões de investimentos e estratégias financeiras sempre devem ser realizadas pelo próprio cliente, de preferência, amparado por profissionais ou empresas habilitadas para essa finalidade, uma vez que a INSIDE não exerce esse tipo de atividade.**

Esse relatório é destinado exclusivamente ao cliente da INSIDE que o contratou. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98, além da cobrança de multa não compensatória de 20 (vinte) vezes o valor mensal do serviço pago pelo cliente.

Em conformidade com os artigos 20 e 21 da Resolução CVM nº 20/2021, o analista Eduardo Jamil Rahal (inscrito no CNPI sob o nº 2947) declara que (i) é o responsável principal pelo conteúdo do presente relatório de análise; (ii) as recomendações nele contidas refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e que foram elaboradas de forma independente, inclusive com relação à INSIDE. Na contracapa deste relatório você encontra uma relação de todas as empresas que fazem parte do Grupo Levante. Para dirimir quaisquer dúvidas, entre em contato através dos canais de atendimento nos sites oficiais.

**INSIDE**

RESEARCH

[www.insideresearch.com.br](http://www.insideresearch.com.br)

**LEVANTE**

[www.levanteideias.com.br](http://www.levanteideias.com.br)

**LVNT** | corp  
INSIDE

[www.lvntcorp.com.br](http://www.lvntcorp.com.br)

**LEVANTE** | Asset  
Management

[www.levanteasset.com.br](http://www.levanteasset.com.br)