



Fertilizantes Heringer (FHER3)



Iniciamos a cobertura da Fertilizantes Heringer (FHER3) com a recomendação **OUTPERFORM**. Nosso preço justo é de R\$ 36,20 por ação ordinária, correspondendo a um *upside* de 75,80% com relação à cotação de R\$ 20,59 de 07/07/2008. De acordo com nossas estimativas, a empresa está sendo negociada a um P/L 2008 de 8,2x, e um EV/EBITDA 2008 de 6,5x.

Potencial do Brasil para a agricultura

O Brasil é um dos países com melhores condições para a agricultura devido às suas condições ambientais favoráveis, ao baixo custo de produção, e à grande quantidade de terras agriculturáveis disponíveis. Acreditamos que o país esteja em uma posição privilegiada para aproveitar a situação favorável do setor agropecuário e ocupar um espaço cada vez maior no cenário internacional de produção de alimentos e biocombustíveis que deverá impulsionar a demanda por fertilizantes.

Baixa taxa de aplicação de fertilizantes no Brasil

A taxa de aplicação de fertilizantes nas lavouras brasileiras ainda é considerada baixa quando comparada aos países desenvolvidos. A crescente demanda por alimentos e biocombustíveis deve estimular o aumento do uso de fertilizantes de modo a proporcionar uma produtividade maior para as lavouras.

Portfólio diversificado, excelente logística e ampla base de clientes

A Heringer opera um modelo de negócios diferenciado, de escala nacional, com diversificação de vendas entre tipos de clientes, culturas e regiões geográficas, de forma a reduzir sua exposição aos ciclos das culturas agrícolas. A companhia possui uma grande base de clientes e está presente nos principais mercados consumidores através de uma ampla rede de distribuição.

Empresa com forte presença no mercado de fertilizantes brasileiro

A Fertilizantes Heringer está entre as 3 maiores empresas do mercado brasileiro de produtores de misturas NPK (principais nutrientes utilizados na fabricação de fertilizantes), com *market share* de 13,2% em 2007. Acreditamos que a companhia continuará crescendo e ocupando um espaço cada vez maior no promissor mercado de fertilizantes brasileiro devido a seu foco primário no mercado de fertilizantes e seu histórico de sucesso em desenvolver novas regiões de atuação e em aumentar sua participação de mercado nas áreas onde já atua.

Denise Messer, CNPI

dmesser@brascanctv.com.br

55 21 3231-3135

08 de julho de 2008



Índice

1. RECOMENDAÇÃO	3
2. METODOLOGIA DE AVALIAÇÃO	4
3. SOBRE A INDÚSTRIA	7
A INDÚSTRIA MUNDIAL DE FERTILIZANTES	7
A INDÚSTRIA BRASILEIRA DE FERTILIZANTES	8
O MERCADO AGRÍCOLA GLOBAL	11
O MERCADO AGRÍCOLA BRASILEIRO	12
4. SOBRE A FERTILIZANTES HERINGER	13
HISTÓRICO, ABERTURA DE CAPITAL E COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA	13
PRINCIPAIS PRODUTOS E SERVIÇOS E UNIDADES DE PRODUÇÃO	13
PRINCIPAIS CLIENTES E FORNECEDORES E PROCESSO PRODUTIVO	16
ESTRATÉGIA, <i>MARKET SHARE</i> E VENDAS	17
FONTE: EMPRESA	19
SAZONALIDADE	19
5. INVESTMENT CASE	20
ANÁLISE SWOT	20
6. VALUATION: PRINCIPAIS PREMISSAS	23
PROJEÇÕES	30
7. ANÁLISE DE MÚLTIPLOS	32



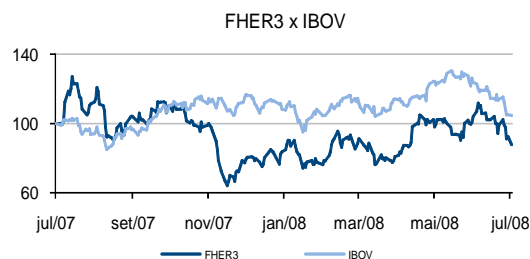
1. Recomendação

Fertilizantes Heringer - FHER3

OUTPERFORM

Cotação – R\$ 20,59
Preço-Justo – R\$ 36,20
Upside – 75,80%

Cotação de Fechamento (R\$)	20,59
Máxima 52 sem. (R\$)	29,82
Mínima 52 sem. (R\$)	14,20
Volume médio diário (R\$ 000)	6.655
Número de ações (000)	48.810
Valor de mercado (R\$ mm)	1.005
Enterprise Value (R\$ mm)	1.215
Free-Float	42,1%
Payout Ratio	25,0%



DRE Consolidado (R\$ milhões)	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Receita Líquida	2.261	3.136	3.728	4.515	4.557	4.592
Custo dos Produtos Vendidos e Despesas	(2.204)	(2.997)	(3.586)	(4.363)	(4.380)	(4.390)
Lucro Bruto	244	351	391	451	479	505
Margem Bruta %	10,8%	11,2%	10,5%	10,0%	10,5%	11,0%
EBITDA Ajustado	125	188	200	219	250	278
Margem EBITDA Ajustada%	5,5%	6,0%	5,4%	4,8%	5,5%	6,0%
Lucro Líquido	78	122	134	144	168	190
Margem Líquida %	3,4%	3,9%	3,6%	3,2%	3,7%	4,1%

Indicadores	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
EV / EBITDA (x)	6,5	6,1	5,6	4,9	4,4
Preço / Lucro (x)	8,2	7,5	7,0	6,0	5,3
Preço / Valor Patrimonial (x)	1,7	1,5	1,3	1,1	0,9
Dívida Líquida / EBITDA (x)	1,2	0,9	0,9	0,4	0,0

Fluxo de Caixa (R\$ milhões)	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
(=) EBIT	174	181	196	223	248
(-) Impostos	(56)	(58)	(63)	(71)	(79)
(=) EBIT (1-t)	119	123	133	152	168
(+) Depreciação e Amortização	14	19	23	27	30
(-) Investimentos no Ativo Imobilizado	(133)	(70)	(60)	(50)	(53)
(-) Variação no Capital de Giro	104	79	10	(3)	(3)
(=) Fluxo de Caixa Livre	103	152	106	126	142

Custo Médio Ponderado de Capital	
Custo do Capital Próprio (Ke) - 99% ke	14,3%
Taxa Livre de Risco (Rf)	4,7%
Risco Brasil	1,8%
Prêmio de Risco	5,5%
Diferencial de Inflação (EUA/BRA)	2,0%
Beta (b)	1,1
Custo do Capital de Terceiros (Kd) - 1% kd	8,3%
Custo Bruto da Dívida	12,6%
Alíquota de Impostos	34,0%
WACC	14,2%

Cálculo do Valor do Equity (R\$ milhões)	
Valor Econômico (g=5,0%)	1.662
Ajustes (Caixa, Investimentos, Dívida e Outros)	105
Valor do Equity	1.767
Nº de ações (milhões)	49
Valor justo por Ação	36,20



2. Metodologia de Avaliação

Descrição

A metodologia adotada para avaliar as empresas constantes deste relatório baseia-se fundamentalmente no fluxo de caixa operacional projetado, trazido a valor presente por uma taxa de desconto capaz de refletir a remuneração esperada em função do risco associado ao país, ao setor de atuação e à cada uma das empresas avaliadas. Esta metodologia apresenta os seguintes componentes:

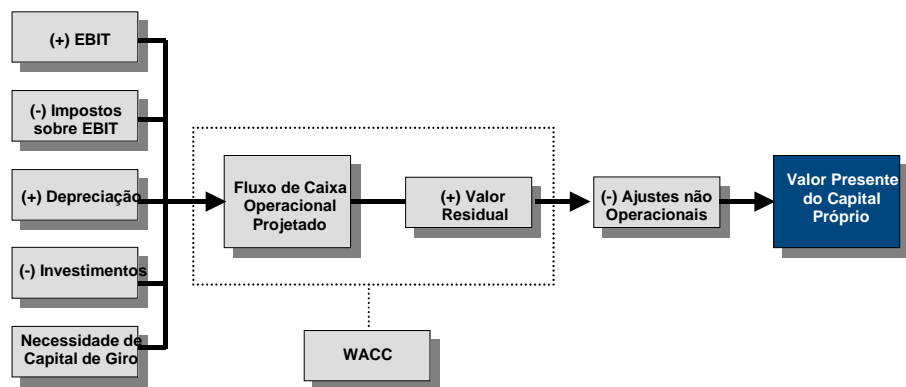
Fluxo de Caixa Operacional Projetado: desenvolvido a partir de modelos econômicos aplicáveis a empresa a ser avaliada. O modelo adotado utiliza as principais variáveis capazes de impactar significativamente a operação da empresa.

Valor Residual: corresponde ao valor do empreendimento ao final do período de projeção, que em nosso modelo compreende o período findo em 2017. Esta componente foi calculada através do método da perpetuidade do crescimento de resultados. Foi considerada uma taxa nominal de crescimento na perpetuidade de 5,0% a.a.

Taxa de Desconto: o fluxo de caixa projetado deve ser descontado a uma taxa de desconto representativa do custo do capital médio ponderado de cada empresa analisada, determinada pelo método WACC – *Weighted Average Cost of Capital*.

As projeções foram efetuadas em valores nominais, considerando, portanto a projeção de taxas de juros, taxas de inflação e variações cambiais. As avaliações a serem apresentadas nas próximas seções tiveram como base as demonstrações financeiras datadas de março de 2008 e o preço justo foi calculado para dezembro de 2008.

Fluxo de caixa operacional descontado



Taxa de desconto

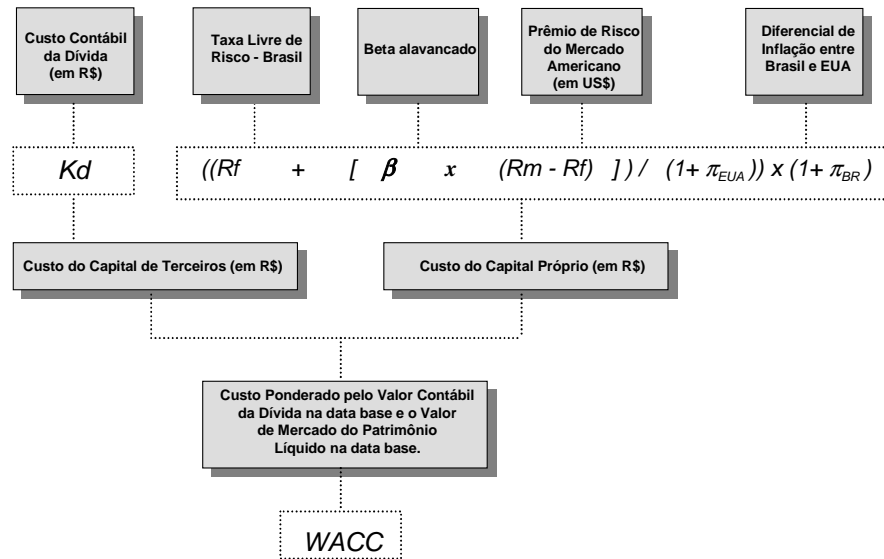
O *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) é a metodologia que pondera, em função da estrutura de capital projetada para a empresa, o custo de capital próprio com o custo do capital de terceiros. Esta taxa é a mais adequada para descontar os fluxos de caixa operacionais, pois reflete o custo de oportunidade de cada um dos provedores de capital da empresa.



O custo de capital próprio (Ke) é determinado pela taxa de desconto que investidores poderiam obter através de um investimento alternativo, porém com riscos similares e para o cálculo utilizamos o método do CAPM – *Capital Asset Pricing Model*.

O custo do capital de terceiros é determinado pelo custo contábil da dívida, visto que no Brasil não há um mercado secundário ativo de dívida, o que torna inviável utilizar os valores de mercado, bem como o custo de oportunidade de um novo empréstimo.

Cálculo da taxa de desconto - WACC



Premissas macroeconômicas

Como nossas projeções foram efetuadas em termos nominais, consideramos como premissas macroeconômicas uma taxa SELIC média de 12,72% em 2008, IGP-M de 10,72%, IPCA de 6,48%, uma taxa de câmbio média de R\$ 1,66/US\$ e TR de 1,56%.

Indicadores	2008	2009	2010	2011	2012
PIB real	4,74%	3,97%	4,41%	4,47%	4,39%
Selic (média período)	12,72%	14,84%	13,25%	12,54%	11,54%
IPCA	6,48%	5,00%	4,80%	4,70%	4,60%
IGP-M	10,72%	5,81%	5,13%	4,81%	4,71%
TR	1,56%	1,82%	1,63%	1,54%	1,42%
Dólar (média período)	1,66	1,73	1,83	1,90	1,96

Fonte: MCM Consultores

Parâmetros utilizados na taxa de desconto

Consideramos uma taxa de desconto (WACC) de 14,2% para a Fertilizantes Heringer, levando-se em conta uma participação mínima da dívida da companhia sobre o seu capital total, em linha com a sua estrutura atual de capital. Esta pequena participação da dívida sobre o capital da companhia se deve ao fato de não considerarmos os financiamentos de exportações (FINIMP) como dívida, e sim como capital de giro, por



se tratar de dinheiro para a compra de estoques, e não CAPEX. Os parâmetros importantes foram: taxa livre de risco de 4,7% acrescida de prêmio de risco Brasil de 175 bps, um prêmio de mercado de 5,5% ao ano e um beta realavancado de 1,07. Visando calcular uma taxa de desconto em R\$, incorporamos a diferença entre as inflações projetadas para o Brasil e EUA no longo prazo, de 2% ao ano.

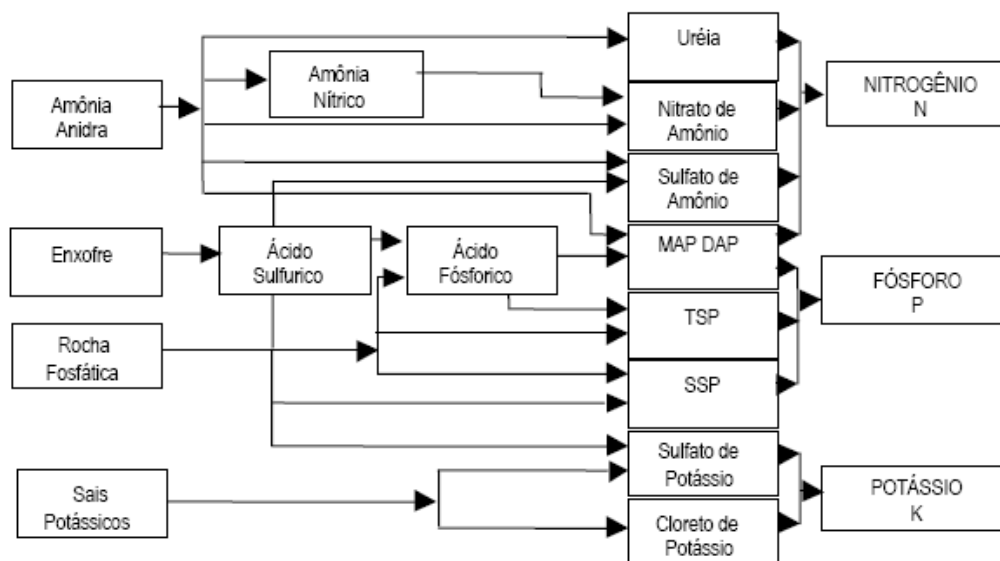


3. Sobre a Indústria

A Indústria Mundial de Fertilizantes

Os fertilizantes são compostos minerais ou orgânicos utilizados para suprir deficiências do solo e aumentar a produtividade das lavouras. Segue abaixo quadro explicativo sobre a produção dos fertilizantes, desde a extração das matérias-primas básicas:

Cadeia produtiva de fertilizantes



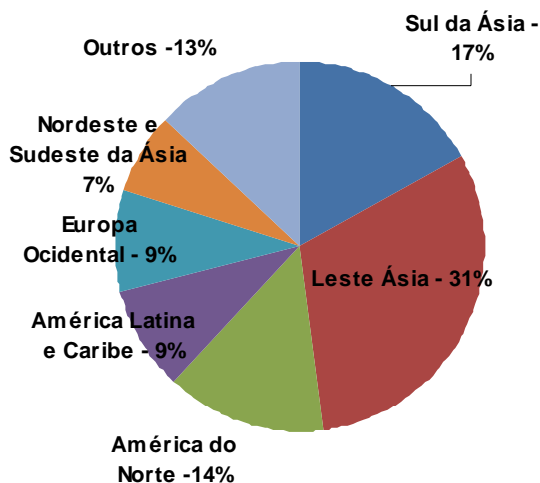
Fonte: Empresa

O mercado mundial de *commodities* agrícolas tem estado bastante aquecido nos últimos anos, em função do aumento da renda mundial, que têm elevado a demanda por alimentos, e do aumento da demanda por biocombustíveis. Por essas razões, a demanda por fertilizantes está em crescimento em todo o mundo e o consumo mundial atingiu 157,3 milhões toneladas de nutrientes em 2006 segundo dados da IFA, crescendo a uma CAGR de 2,4% desde o ano 2000.

Os maiores consumidores de nutrientes são China (30,3%), Índia (12,7%), EUA (12,4%) e Brasil (5,7%). Em relação à oferta, segundo dados da IFA, a China e a Índia respondem por, respectivamente, 25,0% e 13,0% dos fertilizantes nitrogenados, a África (29,0%) e os EUA (26,0%) são os principais produtores de fósforo, e o Canadá (33,0%) e a Rússia (30,0%), os principais ofertantes de potássio. A seguir, encontra-se gráfico sobre o consumo mundial de fertilizantes, dividido por região, no ano de 2006.



Consumo mundial de fertilizantes por região em 2006 – 157,3 mi Ton



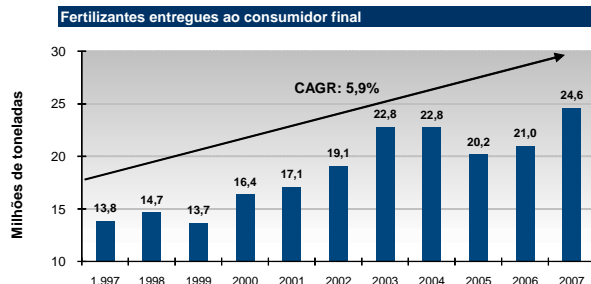
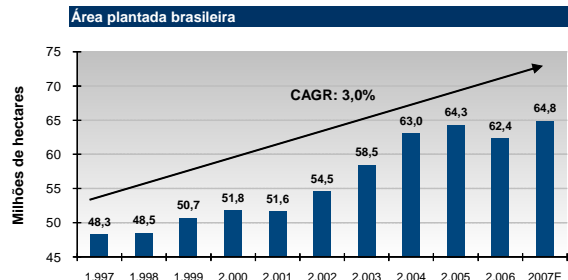
Fonte: IFA

A Indústria Brasileira de Fertilizantes

O Brasil é o quarto maior consumidor mundial de nutrientes para a formulação de fertilizantes, representando cerca de 5,7% do consumo mundial em 2006, ficando atrás apenas da China, Índia e Estados Unidos.

O consumo nacional é função, principalmente, do preço pago aos agricultores (renda), sendo influenciado também pelo preço relativo dos fertilizantes (relação de troca), política agrícola (crédito de custeio, preços mínimos, etc), expectativa de preços futuros e evolução da tecnologia agrícola.

Segundo dados da ANDA, o índice composto de crescimento anual do consumo de fertilizantes no Brasil aumentou 6,66% entre 1990 e 2007, aumento este significativamente mais alto se comparado à taxa de crescimento mundial de aproximadamente 1,0%. No período compreendido entre 1997 e 2007, a produção de grãos aumentou 74% enquanto a área colhida cresceu apenas 26%. A intensificação do consumo de fertilizantes, de 80% no período, contribuiu para o aumento de 39% na produtividade média da produção dos grãos.

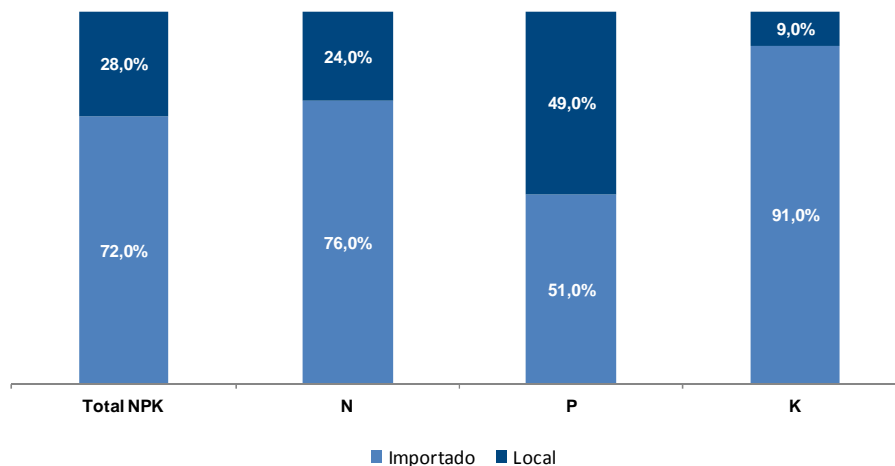


Fonte: IBGE e ANDA

Quanto à aplicação de fertilizantes nas lavouras brasileiras, esta taxa ainda é considerada baixa quando comparada aos países com agricultura desenvolvida. Estima-se que o produtor norte-americano aplique, em média, 1,3 vezes mais fertilizante por unidade de área do que o produtor brasileiro.

O Brasil também é um dos maiores importadores de fertilizantes, em razão da escassez de recursos naturais no país. Em 2007, o país gastou cerca de US\$ 4,5 bilhões FOB, principalmente com os potássicos (Rússia e Canadá) e nitrogenados (EUA e Rússia). A importância do Brasil no mercado mundial se deve, não só pelo volume importado, mas também pelo fato de sua demanda estar principalmente concentrada no segundo semestre (outros principais países compradores concentram suas compras no primeiro semestre), o que lhe possibilita algum poder de barganha. Em 2007, a participação dos fertilizantes importados sobre o consumo total de fertilizantes no Brasil alcançou 72%.

2007 – Mercado Brasileiro de Nutrientes – 11,9 milhões de toneladas



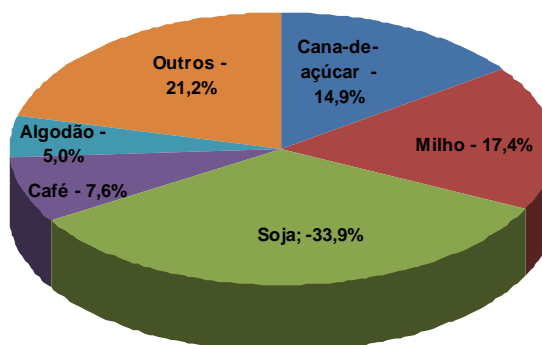
Fonte: ANDA



Devido à crescente demanda mundial por alimentos e biocombustíveis, aliada à escassez de fertilizantes no mercado internacional, os preços dos fertilizantes têm exibido forte alta nos últimos meses (no Brasil, segundo o IPA- fertilizantes, os preços dos fertilizantes subiram, em média, 83% nos últimos 12 meses encerrados em junho de 2008), o que tem contribuído para o aumento dos preços dos alimentos. A dependência das importações no setor de fertilizantes do Brasil em uma conjuntura internacional de escassez do produto tem provocado um debate interno sobre novas políticas públicas e estratégias privadas para aprimorar o funcionamento desse mercado. O Governo já está pressionando empresas nacionais a aumentarem investimentos na produção de fertilizantes, de modo a reduzir a dependência externa deste produto. Recentemente, a Vale confirmou que tem interesses em acelerar projetos no segmento de fertilizantes, respondendo a pressões do governo.

O consumo de fertilizantes no Brasil é concentrado em quatro principais culturas: soja, milho, cana-de-açúcar e café, conforme demonstrado no gráfico abaixo, sendo que somente a soja, o milho e a cana-de-açúcar foram responsáveis por cerca de 66% da demanda de fertilizantes em 2006.

Consumo de fertilizantes por cultura - 2006



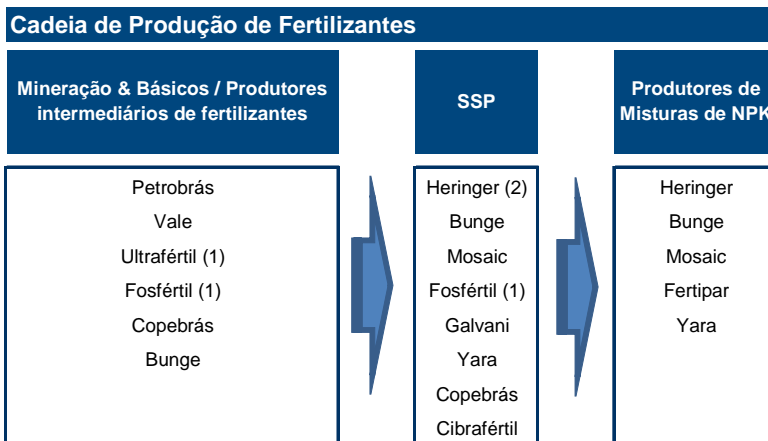
Fonte: ANDA

A indústria brasileira de fertilizantes sofreu um significativo processo de consolidação nos últimos anos, onde algumas empresas do setor realizaram fusões e aquisições com pequenas empresas regionais com o objetivo de reduzir custos, ganhar escala e sobreviver à concorrência, principalmente em relação às empresas estrangeiras. Segundo a LAFIS, em 2006 a participação concentrada das seis principais empresas (Bunge, Mosaic, Yara, Heringer, Fertipar e ADM) alcançou, aproximadamente, 76,0% do mercado de NPK.

O gráfico a seguir mostra as principais empresas do setor dentro das fases de produção das Fórmulas NPK:



Cadeia de produção de fertilizantes



Fonte: Empresa

(1) Fosfertil e Ultrafertil são controladas em conjunto pela Bunge, Mosaic e Yara

(2) Após completar seu plano de integração vertical (esperado para o segundo semestre de 2008)

O Mercado Agrícola Global

O crescimento da população e da renda mundial vem impulsionando o aumento no consumo de produtos agrícolas principalmente em países em desenvolvimento. Outro fator que está impulsionando a demanda por produtos agrícolas é a utilização destes produtos para a produção de biocombustíveis, uma alternativa cada vez mais procurada em um cenário de elevado preço do petróleo, impulsionado pelo crescimento da atividade econômica mundial e pela concentração da produção em poucos países, e em um cenário de crescente preocupação com a preservação do meio ambiente.

Esse ambiente de demanda crescente por alimentos e biocombustíveis vem resultando em um cenário de condições apertadas entre oferta e demanda de produtos agrícolas, o que, aliado à alta dos preços dos fertilizantes, têm provocado uma alta generalizada dos preços dos produtos agrícolas. O milho e a soja, por exemplo, já registraram altas de 65% e 46% esse ano (fechamento de 3/7/2008) sobre a cotação de fechamento de 2007, respectivamente, na CBOT.

Preços dos contratos futuros de milho e soja na CBOT – US\$/bushel



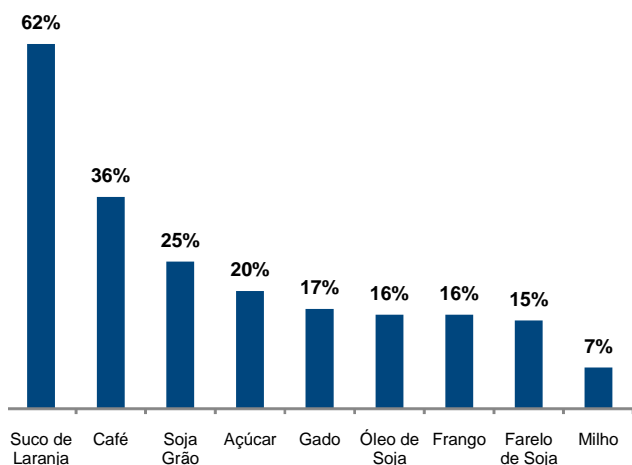
Fonte: Bloomberg



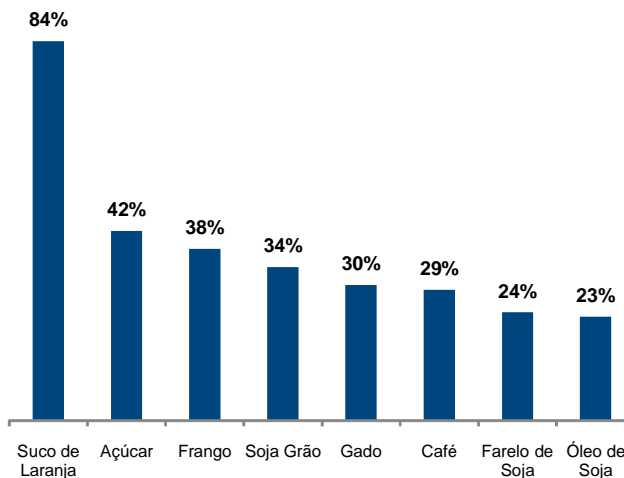
O Mercado Agrícola Brasileiro

O setor de agronegócio representou 24% do PIB brasileiro em 2007, segundo dados do CNA (Confederação de Agricultura e Pecuária do Brasil) e é responsável, por aproximadamente 36,5% das exportações brasileiras. O Brasil é hoje um dos maiores produtor/ exportadores de produtos agrícolas, conforme apresentado nos gráficos abaixo:

Brasil como % da Produção Mundial (2007)



Brasil como % das Exportações Mundiais (2007)



Fonte: USDA/ Elaboração: MAPA

O Brasil é um dos poucos países que ainda possui grandes reservas de áreas agriculturáveis, com terras disponíveis a custos atrativos. Segundo os dados do Instituto de pesquisa agropecuária FNP disponibilizados recentemente pela imprensa, da área total do país de 853 milhões de hectares, 471 milhões são ocupadas atualmente por cidades e áreas de preservação. A agropecuária aproveita 278 milhões de hectares, sendo 199 milhões de hectares para pastagens e 79 milhões para a agricultura. O país tem ainda 104 milhões de hectares agriculturáveis, principalmente em áreas do Cerrado, para serem abertos sem a necessidade de avançar sobre florestas.

Além da grande disponibilidade de terras, o país também apresenta vantagens competitivas em relação aos demais países produtores agrícolas e, portanto, poderá aproveitar a situação favorável da economia mundial e ocupar um espaço cada vez maior no cenário internacional de produção de alimentos e biocombustíveis. As principais vantagens competitivas do Brasil são, além da grande disponibilidade de terras, as condições ambientais favoráveis, o baixo custo de produção e a larga escala de produção.



4. Sobre a Fertilizantes Heringer

Histórico, abertura de capital e composição acionária

A Fertilizantes Heringer atua na produção, comercialização e distribuição de fertilizantes, com atuação nacional e 40 anos de presença neste mercado. A Companhia estima ser a terceira maior empresa de fertilizantes do Brasil, com um *market share* de 13,2% em 2007 em termos de volume, baseado nas informações fornecidas pela ANDA. As vendas da companhia totalizaram, R\$ 2,26 bilhões em 2007, com volume vendido de 3,27 milhões de toneladas de fertilizantes.

A companhia é controlada pela família Heringer. A empresa foi constituída em 1968 pelo engenheiro agrônomo Dalton Dias Heringer, como uma empresa individual sob a denominação de Dalton Dias Heringer. A companhia iniciou suas operações em Minas Gerais, fornecendo fertilizantes a produtores de café. Na década de 70, a empresa individual Dalton Dias Heringer passou a ser denominada como Fertilizantes Heringer Ltda.

Ao longo dos anos, a empresa ampliou sua atuação no Brasil e hoje possui 15 unidades de produção estrategicamente localizadas nos Estados de São Paulo, Minas Gerais, Paraná, Espírito Santo, Sergipe, Bahia, Goiás, Mato Grosso e Mato Grosso do Sul. A empresa distribui fertilizantes a produtores rurais, empresas agrícolas, empresas comerciais e cooperativas, localizados em 23 Estados brasileiros e no Distrito Federal.

Em 11 de abril de 2007, a Fertilizantes Heringer estreou no Novo Mercado da Bovespa, captando um total de R\$ 350 milhões, através da emissão primária de 11,9 milhões de ações ordinárias (ON) e emissão secundária de 8,6 milhões de ações ON, ao preço de R\$ 17,00 por ação. O *free float* da companhia atingiu 42% de seu capital e 65,4% da oferta foram alocados em fundos institucionais estrangeiros.

O quadro abaixo indica a posição acionária atual da Fertilizantes Heringer.

Composição acionária

Acionistas	Ações em Circulação	
	Ações Ordinárias	Capital Total (Em %)
Grupo Controlador	28.002.630	57,40%
Administradores	1.511	0,00%
Tesouraria	244.000	0,50%
Outros	20.561.866	42,10%
Total	48.810.007	100,00%

Fonte: Empresa

Principais produtos e serviços e Unidades de produção

Principais produtos e serviços: Os produtos da Heringer estão divididos em duas categorias: i) Fertilizantes Básicos e Fórmulas NPK - os fertilizantes básicos são uréia, cloreto de potássio, sulfato de amônia, fosfato reativo, SSP, TSP, MAP e DAP entre outros. As fórmulas NPK são resultantes da mistura industrial de fertilizantes básicos



de acordo com especificações definidas pelos consumidores. ii) Fertilizantes Especiais - fórmulas especiais produzidas para atender as necessidades de cada cultura específica.

A companhia comercializa e distribui aproximadamente 15 tipos de fertilizantes básicos, e produz, comercializa e distribui 2.275 tipos de fórmulas NPK e 25 linhas de fertilizantes especiais. Todos os produtos são desenvolvidos com alto padrão de qualidade, e todas as matérias-primas utilizadas são analisadas em laboratório próprio da empresa.

Fertilizantes Especiais

FH Micro Total	FH MILHO Nova geração
FH444	FH MIX
FH480	FH SOJA
FH460	FH CÁLCIO
FH550	FOSFATO NATURAL REATIVO
FH CITRUS	FH CAFÉ
FH EUCALIPTO	FH Nitro Mais

Fonte: Empresa

Além da distribuição de fertilizantes, a companhia também oferece a seus clientes serviços especiais como programas de análise de solo, demonstrativos de produtos, palestras para o produtor rural, suporte pré e pós venda, e orientação técnica e especializada.

Unidades de produção: A Fertilizantes Heringer exerce suas atividades por meio de 15 unidades, sendo sete próprias, cinco arrendadas e uma terceirizada, que produzem, comercializam e distribuem fertilizantes. A capacidade produtiva atual das 15 unidades da Heringer é de 3,5 milhões de toneladas de fertilizantes. A logística de abastecimento e distribuição é elemento importantíssimo para o tipo de negócio que a Heringer realiza, portanto, a localização das unidades produtivas é estratégica para o sucesso das operações da empresa.

As instalações da companhia estão, hoje, localizadas em 9 estados brasileiros nas regiões Sudeste, Sul, Centro-Oeste e Nordeste (São Paulo, Minas Gerais, Paraná, Espírito Santo, Sergipe, Bahia, Goiás, Mato Grosso e Mato Grosso do Sul), estando próximas aos principais mercados consumidores de fertilizantes no Brasil, principais fornecedores nacionais de matérias-primas, bem como das mais importantes ferrovias, rodovias e portos brasileiros, minimizando, assim, o custo logístico da empresa.



Localização das unidades de produção da Heringer, existentes e em construção:



Fonte: Empresa

Além da localização estratégica de suas unidades produtivas, a Heringer ainda possui uma ampla rede de distribuição, composta por aproximadamente 1.500 representantes comerciais (final de 2007). Os representantes comerciais são remunerados em regime de comissionamento, que leva em conta os volumes comercializados, margens de venda e o recebimento das faturas.

A tabela abaixo apresenta as principais características das unidades de produção da Heringer, em 31 de dezembro de 2006:

Características das unidades de produção

Unidade de Produção	Estado	Área (mil m ²)	Capacidade de Produção ⁽¹⁾		Própria / Alugada
			(mil ton.)	Capacidade de Armazenamento (tons.)	
Bebedouro	SP	42,7	20	15	Terceirizada
Rio Brilhante	MT	30	68	18	Alugada
Catalão	GO	30,3	101	4,5	Alugada
Rondonópolis ⁽²⁾	MT	13,5	104	14	Alugada
Bom Jesus de Goiás	GO	38	110	8	Alugada
Porto Alegre	RS	26	150	22	Alugada
Camaçari	BA	39,9	213	23	Alugada
Manhuaçu ⁽³⁾	MG	52,9	217	33	Própria
Três Corações ⁽⁴⁾	MG	35	235	33	Própria
Ourinhos	SP	102	236	38	Própria
Rosário do Catete	SE	134,3	331	50	Própria
Viana	ES	113	336	50	Própria
Paranaguá	PR	105	386	57	Própria
Uberaba	MG	114	418	62	Própria
Paulínia	SP	110,5	612	120,5	Própria

(1) Capacidade de Produção Ajustada à Sazonalidade:

(2) Capacidade de produção em 2007: 201.

(3) Capacidade de produção em 2007: 318.

(4) Capacidade de produção em 2007: 355.

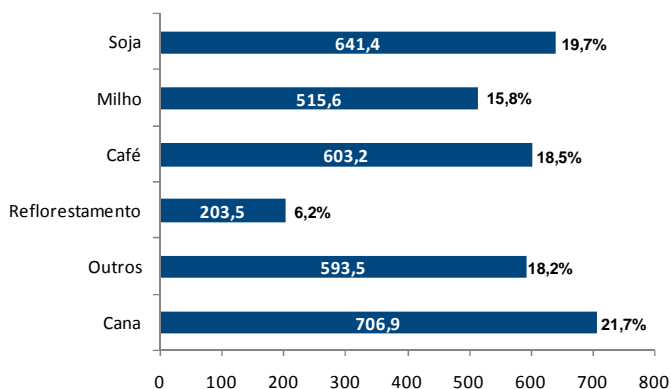
Fonte: Empresa



Principais clientes e fornecedores e Processo produtivo

Principais clientes: A base de clientes da Heringer é altamente diversificada, composta por aproximadamente 31 mil clientes ativos (final de 2007), localizados em diversas áreas agrícolas do país e distribuídos em todos os segmentos do agronegócio, reduzindo, assim, a exposição da empresa à natureza cíclica de culturas específicas.

Mix de vendas por cultura - 2007



Fonte: Empresa

É importante ressaltar que, em 2007, o maior cliente da Heringer respondeu por apenas 2,9% das receitas totais da companhia, e os 10 maiores clientes representaram 11% da receita. A base de clientes da empresa aumentou aproximadamente 13% entre 2006 e 2007, fruto principalmente da expansão das áreas de atuação da companhia, com a construção e arrendamento de novas unidades misturadoras. A empresa pretende aumentar a sua base de clientes focando sempre o varejo, visto que vendas de menores volumes tendem a apresentar melhores margens que as vendas de maiores volumes.

Principais fornecedores: Aproximadamente 90% dos custos da Fertilizantes Heringer são relativos a matérias-primas. As principais matérias-primas utilizadas para a produção de fertilizantes são: cloreto de potássio, SSP, uréia, sulfato de amônia, MAP, fosfato reativo, TSP e nitrato de amônia. A maior parte delas é adquirida de fornecedores estrangeiros (70% em 2007) localizados na América do Norte, África e Europa (principalmente Rússia, Ucrânia, Canadá, Israel e Alemanha). Entre os principais fornecedores nacionais, destacamos a Petrobras, maior produtora de uréia do Brasil e da qual a Heringer é a maior cliente para esse produto.

Principais fornecedores

<u>Nacionais</u>	<u>Internacionais</u>	
Fosfertil	BPC	Kirovo
Bunge	Ameropa	Heneywell
CVRD	Indagro	K+S
Braskem	Eurochem	Mosaic
Copebrás	Key Trade	DSW
Petrobras	Helm	Canpotex

Fonte: Empresa



Devido à grande escala de suas operações, a Heringer tem conseguido manter ao longo dos anos um sólido relacionamento com seus fornecedores, garantindo o fornecimento regular de matéria-prima para suas operações, além de boas condições de preços e pagamentos

Processo Produtivo: A Heringer participa da última fase da cadeia de produção de fertilizantes. A empresa é basicamente uma misturadora, ou seja, mistura fertilizantes básicos com micronutrientes, resultando nas chamadas fórmulas NPK, que são utilizadas pelo consumidor final. Portanto, o seu processo produtivo é extremamente rápido, sendo realizado mecanicamente em misturadores de alta capacidade, conforme apresentado na figura abaixo.



Fonte: Empresa

Além da produção de NPK, a Heringer iniciará, a partir do 2S08, a produção de SSP (Fosfato Super Simples) granulado, um dos fertilizantes básicos utilizados nas misturas NPK. Está sendo construída uma fábrica no município de Paranaguá (onde a companhia já possui uma unidade de produção de fertilizantes), com capacidade de produção total de 180 mil tons/ ano de ácido sulfúrico e de 300 mil tons/ ano de pó de SSP (sendo que 160 mil tons serão granuladas). O investimento total será de aproximadamente R\$ 100 milhões.

Este passo marca o início de uma verticalização da empresa, que nós consideramos positiva visto os níveis atuais dos preços dos fertilizantes, que subiram mais de 100% em relação ao ano passado. Acreditamos que esta verticalização irá contribuir positivamente para a empresa através de: i) ganhos em sinergias por produzir fertilizantes intermediários e misturas de NPK na mesma unidade produtiva, ii) redução da dependência de outros fornecedores de matéria prima, o que deve resultar em melhoras nas margens, iii) melhora da logística de distribuição na região Centro Oeste.

Estratégia, Market Share e Vendas

Estratégia: A estratégia de crescimento da Heringer está baseada em 3 principais pilares:

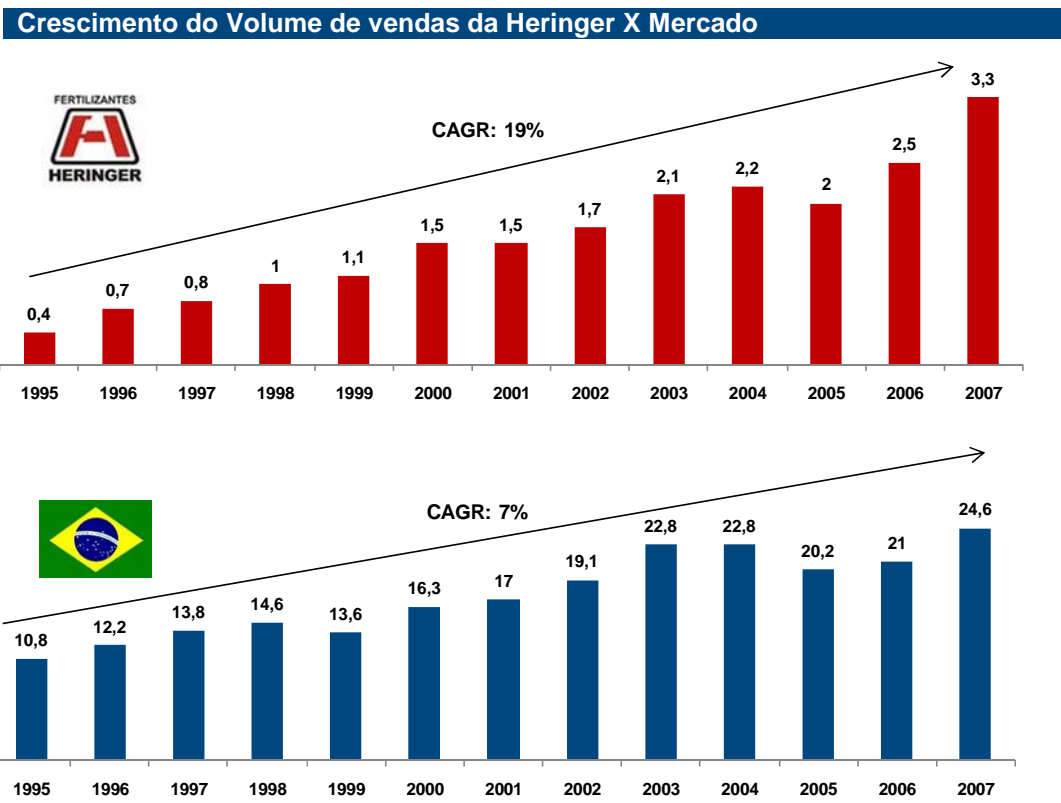
- **Contínuo ganho de market share:** A Heringer pretende, através de suas vantagens competitivas (sua forte marca, ampla rede de distribuição, qualidade de produtos, estrutura de baixo custo, etc) consolidar sua posição no mercado de fertilizantes e se aproveitar do potencial crescimento deste



mercado no Brasil ocupando uma fatia cada vez maior do mercado nacional. A companhia pretende não só expandir nos mercados onde atua, como conquistar mercados ainda não explorados como o Estado do Rio Grande do Sul.

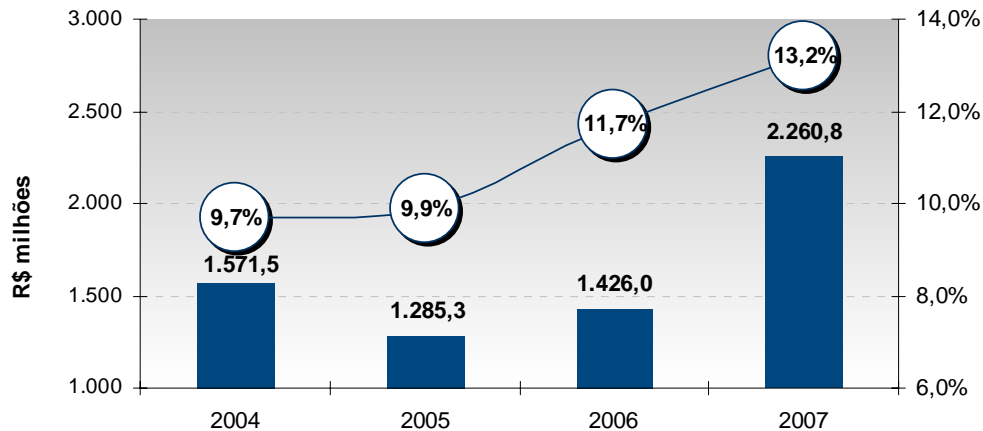
- Integração vertical:** A Heringer iniciou a construção de uma unidade de produção de ácido sulfúrico e SSP, a ser concluída no 2S08. A companhia acredita que esta iniciativa lhe trará: (i) ganhos de sinergia; (ii) redução da dependência de terceiros no fornecimento de matérias-primas e elevação de suas margens operacionais; (iii) uma melhor logística de distribuição para os Estados do Centro Oeste.
- Aumento da produção de fertilizantes especiais:** Hoje, os fertilizantes especiais representam 22% do volume total vendido pela companhia. A Heringer pretende aumentar gradativamente esta participação para 40% nos próximos anos. Os fertilizantes especiais apresentam uma margem bruta aproximadamente 15% superior àquela apresentada pelos fertilizantes básicos e fórmulas NPK.

Market Share e vendas: Conforme dados da ANDA, o market share da Heringer evoluiu de 10% em 2004 para 13% em 2007, atingindo uma receita líquida de R\$ 2,26 bilhões em 2007. Desde 1995, a Heringer teve um crescimento anual 2,7x maior que o mercado brasileiro de fertilizantes, apresentando um índice composto de crescimento anual de volume de vendas de aproximadamente 19%, comparado a um índice composto de crescimento anual do mercado de aproximadamente 7%, conforme dados da ANDA.



Fonte: ANDA e empresa

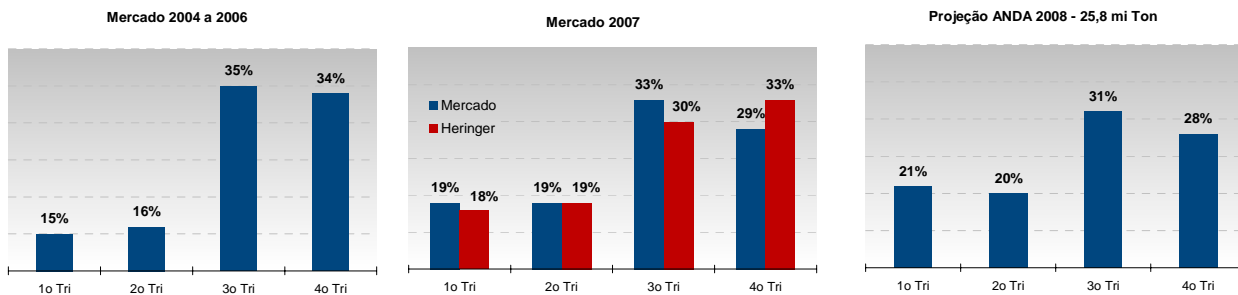
Receita Líquida X Market share



Fonte: Empresa

Sazonalidade

O setor de fertilizantes é sazonal, e as entregas ocorrem principalmente durante a época de plantio de grãos, que vai de setembro a dezembro. Com o aumento do plantio da segunda safra de algodão e milho, o perfil da sazonalidade do mercado de fertilizantes no Brasil mudou um pouco com um aumento das vendas no primeiro semestre do ano:



Fonte: Empresa e ANDA



5. Investment Case

Análise SWOT

Forças

- **Posição de liderança de mercado e histórico de forte crescimento das vendas:** A Heringer tem apresentado crescimento constante e aproximadamente 3x acima do crescimento do mercado na última década, alcançando *market share* de 13,2% em 2007. Acreditamos que a companhia continuará crescendo e ocupando um espaço cada vez maior no promissor mercado de fertilizantes brasileiro devido a seu foco primário no mercado de fertilizantes e seu histórico de sucesso em desenvolver novas regiões de atuação e em aumentar sua participação de mercado nas áreas onde já atua.
- **Vendas geograficamente equilibradas e base de clientes diversificada por cultura:** A Heringer atende aos principais mercados consumidores de fertilizantes do país e possui uma base de 31.000 clientes ativos, em praticamente todas as culturas. Este fato reduz a exposição da companhia à natureza cíclica de culturas específicas e a riscos climáticos regionais.
- **Logística:** As instalações da companhia estão estrategicamente localizadas próximas aos principais mercados consumidores de fertilizantes no Brasil, principais fornecedores nacionais de matérias-primas, bem como das mais importantes ferrovias, rodovias e portos brasileiros, minimizando, assim, o custo logístico da empresa. Além disso, a Heringer ainda conta com uma ampla rede de distribuição, que a permite atender a quase todos os estados brasileiros
- **Portfólio diversificado de produtos e serviços e marca altamente reconhecida:** A Heringer oferece a seus clientes aproximadamente 2.500 tipos de fertilizantes e tenta sempre desenvolver novas formulações com eficiência e rapidez. Além disso, a marca Fertilizantes Heringer é altamente reconhecida no mercado por oferecer produtos de qualidade e diferenciados. Acreditamos que estes fatos tornam a empresa altamente competitiva, permitindo uma melhor retenção e conquista de novos clientes.
- **Sólido relacionamento com fornecedores:** Em virtude da escala de suas operações, aliada ao seu crescimento contínuo, a Heringer construiu um sólido e estável relacionamento com seus fornecedores de matérias-primas nacionais e internacionais, o que lhe garante o fornecimento regular de matéria-prima, além de condições competitivas de preços e termos de pagamento.
- **Management experiente:** A Heringer está presente no setor de fertilizantes há quase 40 anos e seus principais executivos estão à frente de seus negócios ou atuam em seu setor há uma média de 19 anos, com comprovado histórico de desempenho.

Oportunidades

- **Potencial do Brasil para a agricultura:** O Brasil é um dos países com melhores condições para a agricultura devido às suas condições ambientais favoráveis, ao



baixo custo de produção e à grande quantidade de terras agriculturáveis inexploradas.

- **Biocombustíveis:** O aumento da produção de biocombustíveis, em um cenário de elevado preço do petróleo e onde a preocupação com a preservação do meio ambiente é cada vez maior, está impulsionando a demanda por produtos agrícolas, e, como consequência, a demanda por fertilizantes.
- **Inflação mundial de alimentos:** O crescimento econômico mundial tem impulsionado uma demanda cada vez maior por alimentos, o que tem causado um aumento de preços de quase todas as *commodities* agrícolas. Em um cenário de contínuo crescimento econômico, as pressões sobre os preços dos alimentos devem continuar, o que deve estimular o plantio com uma maior aplicação de fertilizantes para proporcionar uma produtividade maior para as lavouras.
- **Baixa taxa de aplicação de fertilizantes no Brasil:** A taxa de aplicação de fertilizantes nas lavouras brasileiras ainda é considerada baixa quando comparada aos países com agricultura desenvolvida. Estima-se que o produtor norte-americano aplique, em média, 1,3 vezes mais fertilizante por unidade de área do que o produtor brasileiro.
- **Ganhos de margem com fertilizantes especiais e fábrica de SSP:** Acreditamos que a estratégia da Heringer de aumento da produção de fertilizantes especiais, aliado à sua estratégia de integração vertical com a construção da fábrica de SSP lhe proporcionarão melhores margens operacionais. Os fertilizantes especiais apresentam uma margem bruta aproximadamente 15% superior àquela apresentada pelos fertilizantes básicos e fórmulas NPK, e a fábrica de SSP reduzirá a dependência de terceiros no fornecimento de matérias-primas, o que diminuirá o custo da companhia.
- **Pressão do Governo brasileiro para aumento da produção de fertilizantes:** Em razão do grande aumento dos preços de fertilizantes e da alta dependência brasileira pela importação de fertilizantes, o Governo já está pressionando empresas nacionais a aumentarem investimentos na produção de fertilizantes, e algumas delas já mostraram interesse em acelerar projetos neste setor. Isto poderá contribuir para o aumento da oferta de fertilizantes no Brasil, com a consequente redução dos preços no médio-longo prazo seguida de um aumento na demanda por este produto. Um aumento da demanda por fertilizantes proporcionalmente maior do que a queda de preços dos fertilizantes beneficiaria a Heringer.

Fraquezas

- **Sazonalidade:** O setor de fertilizantes no Brasil é extremamente sazonal, com a maior parte das vendas ocorrendo no segundo semestre do ano. A sazonalidade implica em riscos de capital de giro, especialmente em relação a estoques. Se houver algum problema em alguma safra, a demanda por fertilizantes pode ser menor do que a esperada pela empresa e ela pode acabar com níveis de estoques acima do esperado, prejudicando seus resultados.
- **Precária infra-estrutura brasileira:** A precária infra-estrutura brasileira encarece o custo de frete para os produtores brasileiros de *commodities* agrícolas e fertilizantes, além de dificultar a expansão agrícola para outras partes do país.



- **Forte dependência pela importação de matérias-primas:** A Heringer importa aproximadamente 70% da sua matéria-prima, em linha com o mercado brasileiro. Esta grande dependência expõe a empresa a variações mundiais nos preços dos fertilizantes.

Ameaças

- **Diminuição do crescimento mundial:** A demanda por fertilizantes está diretamente ligada ao crescimento econômico e ao crescimento da demanda por produtos agrícolas. Um menor crescimento da economia mundial pode arrefecer a demanda por alimentos e biocombustíveis causando uma diminuição na demanda por fertilizantes.
- **Preço das matérias-primas:** Aproximadamente 90% dos custos da Fertilizantes Heringer são com matérias-primas (fertilizantes básicos e intermediários). Nos últimos meses, os preços das matérias primas cresceram a taxas elevadíssimas em todo o mundo. Acreditamos que os preços das matérias-primas continuarão em níveis elevados nos próximos 2 anos devido à restrição da oferta destes produtos no mundo. Apesar de não considerarmos provável, a Heringer pode não ser capaz de repassar esta alta dos custos para os preços dos produtos vendidos pela companhia.
- **Propriedade intelectual:** A Heringer trabalha constantemente no desenvolvimento de novas formulações especiais de fertilizantes para cada tipo de cultura. A incapacidade da empresa de proteger sua propriedade intelectual pode limitar sua capacidade de competir com eficiência já que seus concorrentes podem se aproveitar de suas patentes e direitos de propriedade.
- **Competição:** Apesar do histórico de sucesso da companhia na entrada em novas áreas de atuação, a Heringer pode enfrentar forte competição em algumas regiões brasileiras, prejudicando assim sua expansão.

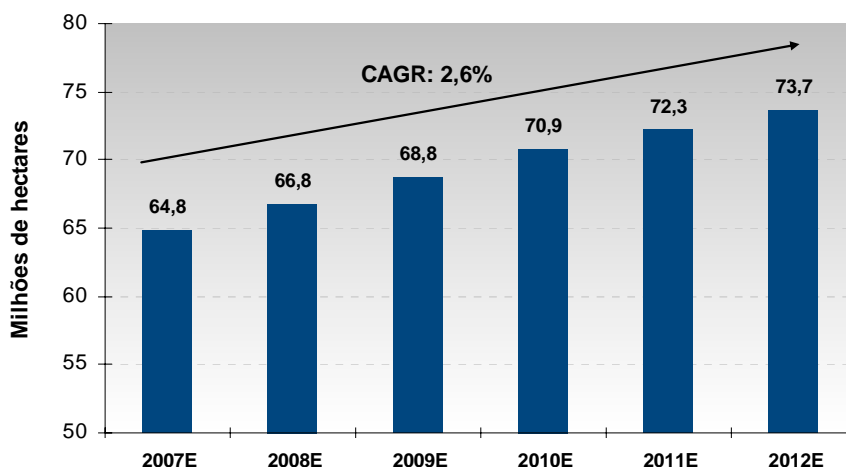


6. Valuation: Principais Premissas

Mercado brasileiro de fertilizantes: Nossas estimativas para o crescimento do consumo de fertilizantes no Brasil se baseiam em 2 principais estimativas: i) crescimento da área plantada do Brasil e ii) crescimento da taxa de utilização de fertilizantes por hectare.

Segundo dados do IBGE e nossas estimativas, a área plantada brasileira (lavouras temporárias e permanentes) cresceu a uma taxa composta anual de 3,0% entre 1997 e 2007. Considerando i) as boas condições da agricultura brasileira, ii) aumento de renda mundial, com o conseqüente aumento do consumo de alimentos, iii) aumento da demanda por biocombustíveis, iv) crescimento do plantio da 2ª safra no Brasil, v) disponibilidade de terras agriculturáveis no Brasil, estimamos um crescimento contínuo da área plantada brasileira, com um CAGR de 2,6% entre 2007 e 2012.

Área Plantada

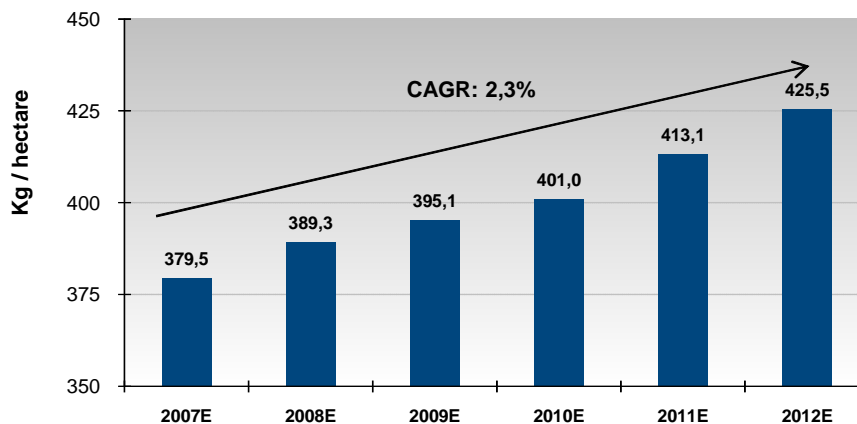


Fonte: Brascan Research

A taxa de utilização de fertilizantes (kg/ha) no Brasil cresceu a uma taxa de 2,9% entre 1997 e 2007, no entanto, ainda é considerada baixa em relação aos países com agricultura desenvolvida. Estima-se que o produtor norte-americano aplique, em média, 1,3 vezes mais fertilizante por unidade de área do que o produtor brasileiro. Diante deste cenário, estimamos um aumento da taxa de aplicação de fertilizantes no Brasil, com uma CAGR de 2,3% entre 2007 e 2012.



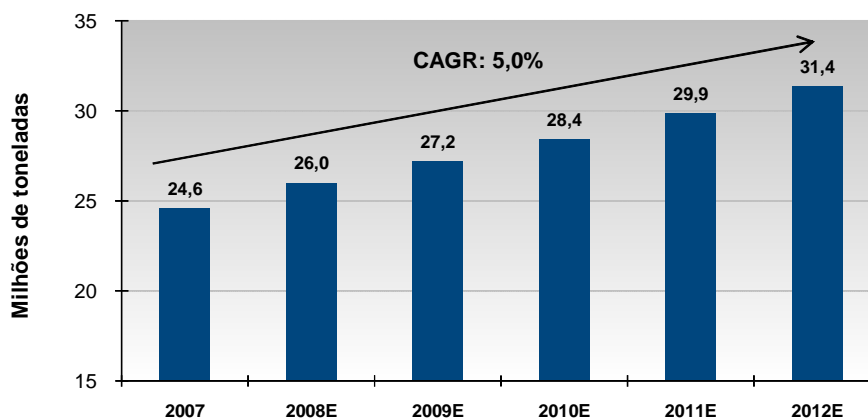
Taxa de utilização de fertilizantes (kg/ha) no Brasil



Fonte: Brascan Research

Considerando estas estimativas, que avaliamos como absolutamente plausíveis até mesmo por serem mais conservadoras do que o próprio histórico, acreditamos que o consumo de fertilizantes no Brasil crescerá a uma taxa média anual de 5,0% entre 2007 e 2012.

Consumo de fertilizantes no Brasil



Fonte: ANDA e Brascan Research

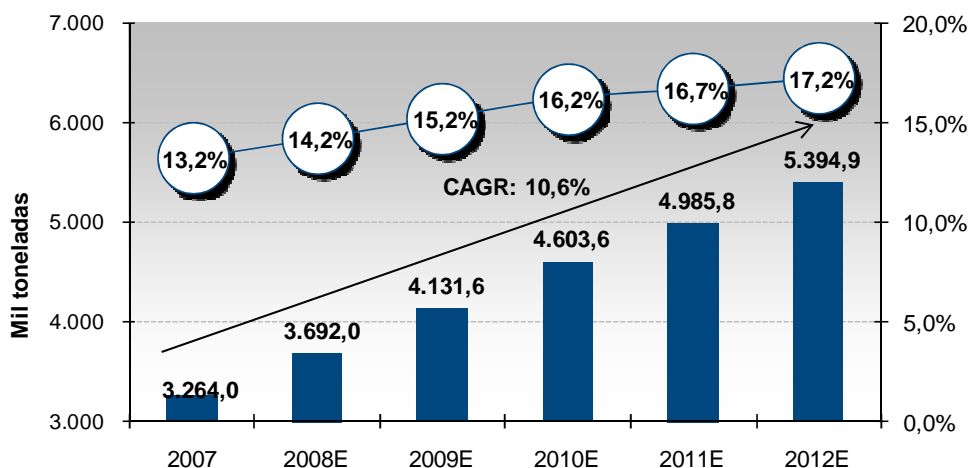
Volume de vendas da Heringer: Nossas estimativas para o crescimento do volume de vendas da Heringer levam em conta projeções de *market share* para a companhia. O *market share* da Heringer evoluiu de 10% em 2004 para 13% em 2007, o que resultou em um crescimento de vendas anual três vezes maior que o mercado brasileiro de fertilizantes. Um dos pilares da estratégia de crescimento da Heringer é o contínuo ganho de participação no mercado, com expansão de atuação não só nos mercados onde já atua como conquistar mercados ainda não explorados como o Estado do Rio Grande do Sul. Hoje, a Heringer possui 15 unidades produtivas, porém possui um plano de expansão deste número para os próximos 2 anos. Acreditamos que a empresa encerrará o ano de 2008 com 17 unidades produtivas e uma capacidade total de produção de 4,5 milhões de toneladas.



Estimamos um ganho de *market share* anual de 1,0% até 2010, com um crescimento mais suave nos anos seguintes, se estabilizando em 18% de participação de mercado no longo prazo. Acreditamos que os ganhos de *market share* serão alcançados principalmente com a abertura de novas unidades produtivas, o que reduzirá custos logísticos para a empresa e permitirá a entrada em novos mercados.

Considerando o crescimento do mercado de fertilizantes brasileiro e os ganhos de participação de mercado da Heringer, os volumes de vendas da companhia, segundo nossas estimativas, deverão crescer a uma taxa anual média de 10,6% entre 2007 e 2012.

Volume de Vendas e *Market Share*



Fonte: Empresa e Brascan *Research*

Preços: Os preços dos fertilizantes refletem preços dos mercados interno e internacional das matérias-primas que a empresa utiliza em seu processo produtivo. Apesar de apenas parte da matéria-prima ser importada (70% em 2007), os fornecedores nacionais adotaram o conceito de paridade com as importações, onde os preços de produtos locais se baseiam em preços de produtos importados similares após a inclusão de custos com frete e tarifas e impostos aplicáveis.

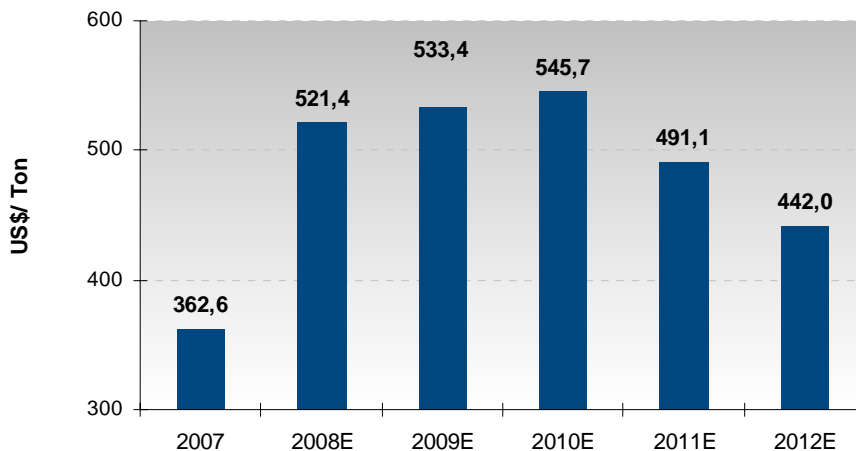
Os preços dos fertilizantes, tanto no mercado internacional como no nacional, têm apresentado forte alta este ano. O preço médio dos fertilizantes vendidos pela Heringer no 1T08, por exemplo, apresentou alta de 69% quando comparado ao mesmo período do ano passado, devido à forte demanda por alimentos e biocombustíveis, que tem impulsionado a demanda por fertilizantes, e à restrição da oferta deste produto.

As rápidas mudanças positivas nas condições do mercado agrícola mundial desde 2006, no entanto, não deixaram tempo suficiente para a indústria de fertilizantes aumentar a oferta de fertilizantes, devido ao tempo exigido para o desenvolvimento de projetos *greenfield*, que podem levar de três a dez anos, dependendo dos produtos e dos processos produtivos. Hoje, os produtores mundiais de fertilizantes básicos e intermediários estão operando no limite de capacidade, próximo ou acima de 90% da



capacidade produtiva. A previsão é de que haja um aumento de oferta só após 2009, o que deverá manter os preços altos de fertilizantes no curto-médio prazo. Acreditamos em uma queda de preço somente em 2011 e 2012.

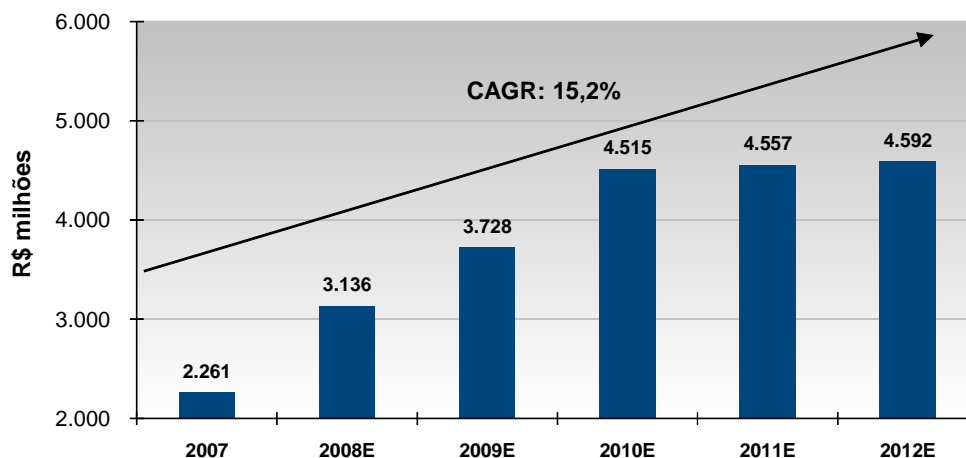
Estimativas de Preços – US\$/ Ton



Fonte: Empresa e Brascan Research

Receita: Estimamos CAGR de 15,2% para a receita líquida da companhia entre 2007-2012.

Receita Líquida



Fonte: Empresa e Brascan Research

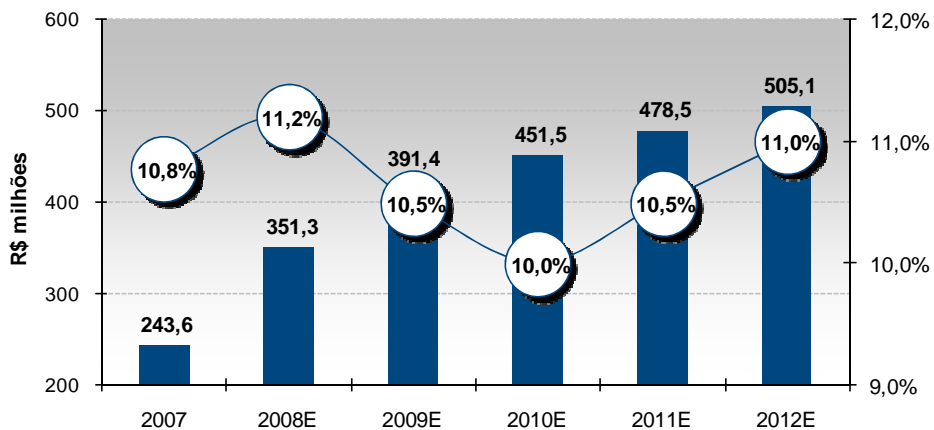


Margens: Aproximadamente 90% dos custos da Fertilizantes Heringer são com matérias-primas. A empresa participa da última fase da cadeia de produção de fertilizantes, ou seja, é basicamente uma misturadora, que compra matéria-prima, mistura para fazer as chamadas fórmulas NPK, e as vende para os consumidores finais. O grande ganho da companhia está em conseguir vender um volume cada vez maior de fertilizantes, e conseguir aumentar a margem bruta dos produtos vendidos. O preço do produto vendido pela companhia tem uma correlação próxima de 100% com os custos de produção, portanto, uma queda no preço dos fertilizantes, com o conseqüente aumento do volume consumido proporcionalmente maior do que a queda de preços seria o melhor cenário para a Heringer.

Estimamos um aumento da margem bruta da companhia para este ano, acreditando que, apesar da alta dos preços das matérias primas, a companhia será capaz de repassar este aumento para o preço do produto final. Além disso, 2 outros fatores contribuirão para essa melhora de margem este ano e no médio-longo prazo: i) aumento da produção de fertilizantes especiais nos volumes vendidos da companhia, que deverá representar 25% das vendas este ano e ir aumentando gradativamente até esta participação alcançar 40% do volume total vendido pela companhia. Os fertilizantes especiais apresentam uma margem bruta aproximadamente 15% superior àquela apresentada pelos fertilizantes básicos e fórmulas NPK, ii) Integração vertical com a construção de uma unidade de produção de ácido sulfúrico e SSP que deverá ser concluída no 2S08. Esta iniciativa reduzirá a dependência de terceiros no fornecimento de matérias-primas, o que diminuirá seu custo.

Apesar deste cenário positivo de curto prazo, de forma conservadora, estimamos uma leve queda de margem em 2009 e 2010 devido à expectativa de aumento de preço dos fertilizantes básicos e intermediários. A Heringer poderá não ser capaz de repassar totalmente esta alta de custos para os preços dos produtos finais vendidos pela companhia. Já com preços menores em 2011 e 2012, somado aos efeitos positivos advindos da integração vertical e da maior venda de fertilizantes especiais, acreditamos que as margens da companhia voltarão a subir.

Lucro Bruto e Margem Bruta



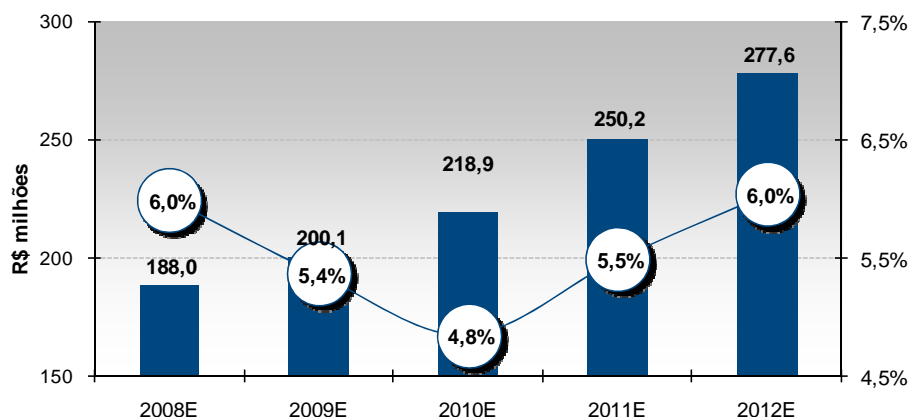
Fonte: Empresa e Brascan Research

Resultado operacional: Estimamos uma queda do percentual de despesas com



vendas, gerais e administrativas em relação à receita líquida da companhia ao longo dos anos. As despesas com vendas deverão sair de um percentual de 6,6% em 2007 para 5,2% em 2011, e as despesas gerais e administrativas deverão sair de um percentual de 1,7% em 2007 para 1,4% em 2011. Este resultado será obtido através de ganhos de eficiência, redução de despesas logísticas (que representaram 60% das despesas com vendas da companhia em 2007) com a abertura de novas unidades produtivas em outras regiões brasileiras, e diluição das despesas em uma receita maior.

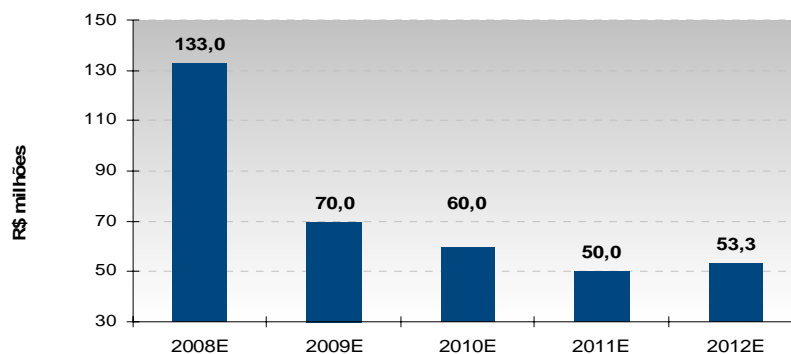
Ebitda e Margem Ebitda



Fonte: Empresa e Brascan Research

Investimentos: Para o ano de 2008, a empresa espera realizar investimentos de aproximadamente R\$ 133 milhões, dos quais R\$ 74 milhões serão destinados para a fábrica de SSP, que entra em operação no 2S08, R\$ 7 milhões para investimentos em tecnologia da informação e sistemas correlatos, e o resto em novas unidades e expansões. Para os demais anos, estimamos investimentos de: R\$ 70 milhões em 2009, R\$ 60 milhões em 2010 e R\$ 50 milhões em 2011. A partir de 2011, estimamos investimentos apenas de manutenção, ajustados pela inflação, porque a companhia não indicou planos de investimentos em novas unidades de produção depois de 2010.

Estimativas de CAPEX



Fonte: Empresa e Brascan Research

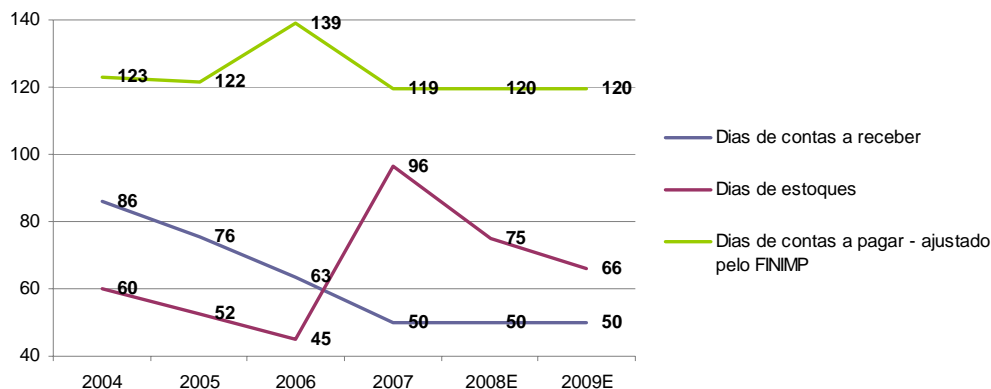


Capital de giro: Com relação ao saldo de contas a receber da Heringer, projetamos 50 dias (o mesmo registrado em 2007), constante para o período de projeção.

Para os dias de estoques, projetamos 75 dias para 2008, em linha com o 1T08 devido à estratégia da companhia este ano de antecipar a compra de matérias primas com preços mais competitivos. Para os demais anos, utilizamos a média de dias de estoques do período 2004 a 2008, que resulta em 66 dias de estoques, e o que traz um benefício ao fluxo de caixa da companhia.

Com relação à conta de fornecedores, um comentário relevante precisa ser feito. Consideramos o instrumento de financiamento à importação (FINIMP) como uma conta do capital de giro, e não de dívida, por se tratar de dinheiro para a compra de estoques, e não CAPEX. A companhia opta pelo FINIMP quando a taxa de juros desse financiamento se mostra mais atraente do que a taxa embutida nos preços a prazo dos fornecedores. Estimamos os dias de contas a pagar (ajustados pelo FINIMP) em 120 dias para todo o período de projeção, em linha com o verificado em 2007.

Capital de Giro



Fonte: Empresa e Brascan Research



Projeções

DRE Sumarizado

DRE Consolidado (R\$ milhões)	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Receita Líquida	2.261	3.136	3.728	4.515	4.557	4.592
Custo dos Produtos Vendidos e Despesas	(2.204)	(2.997)	(3.586)	(4.363)	(4.380)	(4.390)
Lucro Bruto	244	351	391	451	479	505
Margem Bruta %	10,8%	11,2%	10,5%	10,0%	10,5%	11,0%
EBITDA Ajustado	125	188	200	219	250	278
Margem EBITDA Ajustada%	5,5%	6,0%	5,4%	4,8%	5,5%	6,0%
Lucro Líquido	78	122	134	144	168	190
Margem Líquida %	3,4%	3,9%	3,6%	3,2%	3,7%	4,1%

Balanco Patrimonial Sumarizado

Balanco Patrimonial (R\$ milhões)	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Ativo Circulante	1.059	1.319	1.574	1.917	2.027	2.150
- Disponibilidades	118	182	303	374	473	589
- Clientes	315	437	520	630	636	640
- Estoques	540	580	610	742	745	747
- Outros	86	119	141	171	173	174
Realizável a Longo Prazo	50	61	69	79	80	80
Ativo Permanente	185	305	356	393	416	439
- Investimentos	0	0	0	0	0	0
- Imobilizado	182	302	352	390	412	436
- Diferido	3	3	3	3	3	3
Ativo Total	1.295	1.685	1.999	2.389	2.522	2.669
Passivo Circulante	792	1.091	1.305	1.587	1.594	1.598
- Empréstimos e financiamentos	282	391	468	568	571	572
- Fornecedores	391	540	646	787	790	792
- Outros	118	161	191	231	233	235
Exigível a Longo Prazo	10	10	10	10	10	10
Patrimônio Líquido	493	584	684	793	919	1.061
Passivo Total	1.295	1.685	1.999	2.389	2.522	2.669

Fluxo de Caixa

Fluxo de Caixa (R\$ milhões)	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
(=) EBIT	174	181	196	223	248
(-) Impostos	(56)	(58)	(63)	(71)	(79)
(=) EBIT (1-t)	119	123	133	152	168
(+) Depreciação e Amortização	14	19	23	27	30
(-) Investimentos no Ativo Imobilizado	(133)	(70)	(60)	(50)	(53)
(-) Variação no Capital de Giro	104	79	10	(3)	(3)
(=) Fluxo de Caixa Livre	103	152	106	126	142



Principais Indicadores

Indicadores	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
EV / EBITDA (x)	6,5	6,1	5,6	4,9	4,4
Preço / Lucro (x)	8,2	7,5	7,0	6,0	5,3
Preço / Valor Patrimonial (x)	1,7	1,5	1,3	1,1	0,9
Dívida Líquida / EBITDA (x)	1,2	0,9	0,9	0,4	0,0

Valuation

<u>Custo Médio Ponderado de Capital</u>		<u>Cálculo do Valor do Equity (R\$ milhões)</u>	
Custo do Capital Próprio (Ke) - 99% ke	14,3%	Valor Econômico (g=5,0%)	1.662
Taxa Livre de Risco (Rf)	4,7%	Ajustes (Caixa, Investimentos, Dívida e Outros)	105
Risco Brasil	1,8%	Valor do Equity	1.767
Prêmio de Risco	5,5%	Nº de ações (milhões)	49
Diferencial de Inflação (EUA/BRA)	2,0%	Valor justo por Ação	36,20
Beta (b)	1,1		
Custo do Capital de Terceiros (Kd) - 1% kd	8,3%		
Custo Bruto da Dívida	12,6%		
Alíquota de Impostos	34,0%		
WACC	14,2%		



7. Análise de Múltiplos

A Fertilizantes Heringer participa da última fase da cadeia de produção de fertilizantes e iniciou, recentemente, um pequeno processo de verticalização com a construção de uma fábrica de SSP (fertilizante intermediário) cuja operação iniciará no 2S08.

Comparar os múltiplos da Heringer com empresas brasileiras ou internacionais semelhantes é impraticável, dado que não existem empresas que realizem exatamente o mesmo *business* da empresa, com grande foco apenas na distribuição de misturas NPK. A maior parte das empresas também participa de outras fases da cadeia produtiva de fertilizantes, como a produção de fertilizantes básicos e intermediários.

No entanto, realizamos uma análise comparativa da Heringer com algumas empresas internacionais do setor de fertilizantes e constatamos que a empresa está sendo negociada com grande desconto em relação à média das *peers* internacionais, conforme podemos observar na tabela a seguir:

Análise de Múltiplos				
Empresa	EV/ EBITDA		P / E	
	2008E	2009E	2008E	2009E
Potash Corporation	11,8	7,3	18,2	10,6
Dow Chemical	6,3	7,0	10,3	11,0
Yara International ASA	7,1	6,9	9,2	8,9
Mosaic	18,5	6,8	29,8	10,0
BASF	4,8	4,9	10,5	10,5
Nissan Chemical	7,2	6,6	14,2	12,8
Média Internacional	9,3	6,6	15,4	10,6
Heringer	6,5	6,1	8,2	7,5

Fonte: Bloomberg e Brascan *Research*

Com relação às *peers* nacionais, comparamos os múltiplos da empresa com a da SLC Agrícola, uma vez que também não existem empresas que realizem o mesmo *business* da companhia sendo negociadas na Bovespa. A SLC Agrícola, apesar de não ser uma empresa do ramo de fertilizantes, também atua no setor de agronegócio como produtora de *commodities* agrícolas (algodão, soja, milho e café). É importante ressaltar que esta é uma análise simplista, pois não consideramos a SLC Agrícola como *peer* da Heringer.

Podemos observar que a Fertilizantes Heringer também está sendo negociada com grande desconto em relação à SLC:

Empresa	EV/ EBITDA		P / E		Recomendação	Preço Justo R\$
	2008E	2009E	2008E	2009E		
SLC Agrícola	17,4	13,9	32,7	27,6	<i>Marketperform</i>	35,25
Heringer	6,5	6,1	8,2	7,5	<i>Outperform</i>	36,20

Fonte: Brascan *Research*



Rio de Janeiro

Av. Almirante Barroso, 52 - 30º andar. 20031-000
Rio de Janeiro, RJ – Brasil (21) 3231-3192

São Paulo

Rua Joaquim Floriano, 466 – Conj. 1002. 04534-002
São Paulo, SP – Brasil (11) 3707-6722

Equity Research Team

Analistas

Telecomunicações

Felipe Cunha, Head of Research, CNPI	55 21 3231.3136	fcunha@brascanctv.com.br
Beatriz Battelli, CNPI	55 21 3231.3146	bbattelli@brascanctv.com.br

Real Estate

Felipe Cunha, Head of Research, CNPI	55 21 3231.3136	fcunha@brascanctv.com.br
--------------------------------------	-----------------	--------------------------

Alimentos, Agronegócios & Varejo

Denise Messer, CNPI	55 21 3231.3135	dmesser@brascanctv.com.br
---------------------	-----------------	---------------------------

Siderurgia, Mineração & Logística

Rodrigo Ferraz, CNPI	55 21 3231.3171	rferraz@brascanctv.com.br
----------------------	-----------------	---------------------------

Petróleo, Gás e Energia

Felipe Cunha, Head of Research, CNPI	55 21 3231.3136	fcunha@brascanctv.com.br
--------------------------------------	-----------------	--------------------------

Small Caps

Beatriz Battelli, CNPI	55 21 3231.3146	bbattelli@brascanctv.com.br
------------------------	-----------------	-----------------------------

Assistentes

Elcio Guedes Junior	55 21 3231.3128	eguedes@brascanctv.com.br
Júlia Duarte	55 21 3231.3147	jduarte@brascanctv.com.br

Equity Sales

Rodrigo Aché	55 21 3231.3192	rache@bancobrascan.com.br
--------------	-----------------	---------------------------



Recomendação	Parâmetros
Outperform	Retorno esperado da ação excede em 5 p.p. o retorno projetado para o Ibovespa.
Marketperform	Retorno esperado da ação situado no intervalo de 5 p.p. acima ou abaixo do retorno projetado para o Ibovespa.
Underperform	Retorno esperado da ação a partir de 5 p.p. inferior (exclusive) ao retorno projetado para o Ibovespa.

As recomendações produzidas pela área de análise da Brascan Corretora estão baseadas no retorno total esperado, que compreende tanto a apreciação esperada para a ação como o dividend yield.

O profissional responsável pela presente análise e/ou recomendação, declara, nos termos do art. 5º da Instrução CVM n.º 388/03 que: (i) suas recomendações refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais e que foram elaboradas de forma independente e autônoma; (ii) que não mantém vínculo com qualquer pessoa natural que atue no âmbito das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise; (iii) que a instituição à qual está vinculado, bem como os fundos, carteiras e clubes de investimentos em valores mobiliários por ela administrados não possui participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% (um por cento) do capital social de quaisquer das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise, ou esteja envolvida na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado; (iv) que não é titular, direta ou indiretamente, de valores mobiliários de emissão da companhia objeto de sua análise, que representem 5% (cinco por cento) ou mais de seu patrimônio pessoal, ou esteja envolvido na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado; (v) que, tanto o analista como a instituição a que está vinculado, não recebem remuneração por serviços prestados ou apresentam relações comerciais com qualquer das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise, ou pessoa natural ou pessoa jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse desta companhia; e (vi) que sua remuneração não está atrelada à precificação de quaisquer dos valores mobiliários emitidos por companhias analisadas ou às receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela instituição a qual está vinculado.