



Fertilizantes Heringer (FHER3)

OUTPERFORM

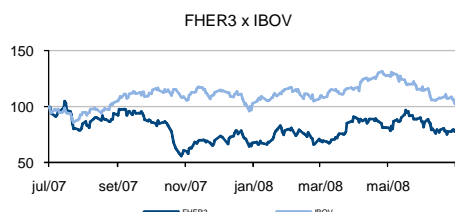
Cotação – R\$ 21,00
Preço Justo – R\$ 36,20
Upside – 72,4%

Highlights do nosso non-deal road show com a empresa

25 de julho de 2008

Cotação de Fechamento (R\$)	21,00
Máxima 52 sem. (R\$)	28,35
Mínima 52 sem. (R\$)	14,20
Volume médio diário (R\$ 000)	4.898
Número de ações (000)	48.810
Valor de mercado (R\$ mm)	1.025
Enterprise Value (R\$ mm)	1.235
Free-Float	42,1%
Payout Ratio	25,0%

R\$ milhões	2007	2008e	2009e
Receita Líquida	2.261	3.136	3.728
EBITDA Ajustado	125	188	200
Margem EBITDA	5,5%	6,0%	5,4%
Lucro Líquido	78	122	134
EV/EBITDA (x)	9,86	6,57	6,17
Preço/Lucro (x)	13,22	8,41	7,67



Denise Messer, CNPI

55 21 3231-3135

dmesser@brascanctv.com.br

FATO: Estivemos reunidos esta semana com a Diretoria de Relações com Investidores da empresa, representada pelo CFO Jaime Rebelo e pelo Coordenador de RI Oliver Wagner. Abaixo estão listados e devidamente comentados os principais pontos discutidos.

Estratégia da Heringer: O setor de fertilizantes, no Brasil, é bastante concentrado. No segmento de misturadores de NPK, 6 players (Bunge, Heringer, Fertipar, Yara, Mosaic e ADM) controlam 85% do mercado. Para sobreviver dentro deste mercado, a Heringer baseou sua estratégia nos últimos anos em 2 pilares:

- 1) **Produtos especiais:** A companhia foi uma das empresas que mais investiu nesse segmento. Hoje, os fertilizantes especiais representam aproximadamente 22% da receita líquida da companhia. A empresa pretende elevar este número até 25% em 2008 e alcançar 40% no longo prazo. Os fertilizantes especiais apresentaram uma margem bruta 15% superior a margem dos produtos convencionais em 2007, e, segundo a empresa, esta diferença já está consideravelmente maior este ano, pois os descontos oferecidos aos consumidores deste produto têm diminuído. A Heringer é hoje a companhia que mais vende produtos especiais no Brasil, superando grandes concorrentes como Yara e Bunge, cujas participações de fertilizantes especiais representam aproximadamente 15% e 5% das receitas líquidas das companhias, respectivamente. Os fertilizantes especiais contribuem para a fidelização do consumidor a marca Heringer, pois permite efetivamente o aumento da produtividade da colheita, o que é uma diferenciação positiva para a empresa.
- 2) **Foco nas vendas a consumidores finais:** Hoje, 80% das



vendas da Heringer destinam-se a consumidores finais, 15% a grandes clientes e apenas 5% a revendedores. A companhia mantém sua estratégia de foco contínuo no cliente final, aumentando cada vez mais sua base de clientes (no 1T08 a base de clientes da Heringer atingiu 31.000 clientes, uma alta de 30% vs. 1T07). Esta estratégia tem proporcionado à Heringer maiores margens dado que normalmente as vendas de menores volumes tendem a apresentar melhores margens que as vendas de maiores volumes. É importante ressaltar que a Heringer não financia seus consumidores finais, portanto, seu risco de crédito é baixo. No ano passado, 33% das vendas da companhia foram pagas à vista e são raras as compras com mais de 90 dias de pagamento.

2T08: De acordo com nossas estimativas, o resultado do segundo trimestre a ser reportado pela companhia no dia 13 de Agosto, deverá vir muito forte, com grande incremento de volumes e preços e êxito no repasse das altas dos custos para os preços dos produtos vendidos (a alta dos preços praticados pela companhia deverá superar a alta dos custos, proporcionando uma excelente margem para a empresa no trimestre). No 2T, a companhia estima um crescimento de volume do mercado brasileiro de fertilizantes de 19% e o crescimento da Heringer possivelmente superará esse número devido ao ganho de *market share* com as novas unidades da companhia. A margem Ebitda de 7,7% registrada no 1T08 deverá ser superada este trimestre (para o longo prazo, o RI indica uma margem Ebitda de 8,0%). O 2T08 deverá ser beneficiado adicionalmente pela variação cambial sobre estoques vendidos que prejudicou o resultado do 1T08 devido à depreciação cambial do final de março de 2008, que já voltou a se apreciar, beneficiando as margens da Heringer no 2T08.

Verticalização: A companhia iniciou seu processo de verticalização com a construção da fábrica de SSP, que será inaugurada no final de agosto deste ano. A unidade terá capacidade de produção de 300 mil tons/ ano de pó de SSP e será totalmente destinada para consumo próprio, atendendo a 30% da necessidade de SSP da companhia. A companhia acredita que a 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. A companhia informou que pretende construir outra unidade de produção de SSP, possivelmente no ano que vem. Também segundo a Companhia, a verticalização, com a entrada na primeira etapa da cadeia produtiva de fertilizantes, é um processo inevitável e deverá acontecer em 2010 ou 2011, através da aquisição ou construção de uma mina de rocha fosfática no Brasil ou em outro país.

ROIC: Um ponto ressaltado pelo RI da empresa diz respeito ao seu retorno sobre capital investido, que é bastante superior ao retorno obtido por empresas atuantes em outras etapas da cadeia produtiva de fertilizantes, como a Fosfértil, que somente atua na mineração. Um investimento em uma mina de potássio, por exemplo, varia em torno de US\$ 1 bilhão, para a obtenção de 1 milhão de toneladas de potássio, com o investidor ainda correndo o risco de a mina ser destruída por algum evento fortuito. O investimento necessário para uma planta misturadora, por outro lado, é de aproximadamente US\$ 10 – 12 milhões, para a produção de 200 toneladas anuais, com um risco consideravelmente menor. O ROIC (calculado a partir do Ebitda) da companhia em 2007 atingiu 55,3%. Se tirarmos o investimento em 2007, referente à fábrica de SSP, pois esta ainda estava em construção, o ROIC chegaria a 61,2%.

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. Este ano, em especial, com o aumento dos preços dos fertilizantes, muitas companhias que têm capacidade para armazenar fertilizantes anteciparam as compras fazendo com que as vendas do primeiro semestre aumentassem aproximadamente 20% em relação ao mesmo período do ano passado, enquanto a estimativa da ANDA de consumo para o ano permanece em um aumento de 5% sobre o consumido de 2007. A companhia acredita que as vendas de fertilizantes no Brasil no segundo semestre devam permanecer estáveis ou até cair em razão da antecipação, porém não acredita que os volumes da Heringer no segundo semestre cairão em função da maior participação do quarto trimestre nas receitas da companhia.



Hoje a maior parte das vendas da Heringer acontece na região Sudeste, onde a companhia possui aproximadamente 24% de *market share*. A maior parte das culturas do Sudeste (laranja, café, cana-de-açúcar) é plantada no quarto trimestre, por isso, no ano passado, quando o consumo de fertilizantes no Brasil sofreu queda de 9% no quarto trimestre, a Heringer obteve crescimento de 3% em suas vendas no período.

Market Share: Na época de seu IPO, a Heringer informou ao mercado que aumentaria o seu *market share* em 1 p.p. ao ano até 2010 e vem conseguindo atingir seu objetivo. O *market share* da Heringer evoluiu de 10% em 2004 para 13% em 2007 e no 1T08 já atingiu 14%. A companhia pretende chegar a um *market share* de 16% em 2010 aumentando a sua participação principalmente nas regiões Sul e Centro Oeste. Hoje, o *market share* da companhia no Sul está em torno de 3,5%, ante 2,5% na época do IPO, e a companhia espera alcançar participação de 5 – 6% no curto prazo, podendo chegar a 10% no médio-longo prazo. Segundo a companhia, seu *market share* na região Centro Oeste é hoje de aproximadamente 12,0%, ante 8,5% na época do IPO, podendo alcançar 15% no médio-longo prazo.

Principais clientes: A base de clientes da Heringer é altamente diversificada, composta por aproximadamente 31 mil clientes ativos (final do 1T08), 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. 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 Agreco foi um grande cliente da empresa no ano passado, porém, mesmo assim, não representou mais de 2,5% da receita líquida da companhia. Além disso, é importante ressaltar que todas as vendas realizadas pela Heringer a Agreco já foram pagas.

Geração de caixa: A Fertilizantes Heringer é uma grande geradora de caixa. No seu IPO, a companhia captou aproximadamente R\$ 170 milhões através da oferta primária e, apesar de já ter realizado investimentos superiores a este valor, sua posição de caixa hoje é superior àquela que tinha logo após a realização do IPO. Este fato garante, no mínimo, dividendos maiores aos acionistas, porém acreditamos que o excesso de caixa será utilizado no processo de verticalização da empresa.



Capital de Giro: Com relação ao capital de giro da companhia, devemos ressaltar que os dias de capital de giro da empresa (considerando o FINIMP no Contas a pagar), estão em torno de zero. Enquanto vários pequenos produtores não têm capital de giro para financiar suas operações, a Heringer possui 1,5x de crédito disponível para atender à sua total necessidade.

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 próximos anos, os investimentos devem cair bastante, para R\$ 70 milhões em 2009 e R\$ 60 milhões em 2010 porque a fábrica de SSP, que requer grandes investimentos, já estará pronta e os investimentos necessários para novas unidades de produção são bem menores.

Aquisições: Com relação a aquisições, a empresa afirmou que esta possibilidade é improvável, seria até mais provável que a empresa fosse adquirida por outra companhia. A companhia afirmou que já recebeu ofertas de compra antes do seu IPO, porém os controladores optaram pela realização da oferta por não considerarem justo o preço oferecido.

Adubo orgânico: De acordo com a empresa, a utilização de adubo orgânico como concorrente não apresenta a mesma produtividade do adubo de origem mineral, produzido pela Heringer. Portanto a empresa não enxerga isto como uma possível ameaça ao seu *business*.

Perfil dos acionistas: A base de acionistas estrangeiros da Heringer está em torno de 60 – 70% do total de ações em circulação. Uma novidade, no entanto, é que o perfil dos estrangeiros está mudando. Hoje a empresa já conta com maior número de acionistas europeus.

Conselho de Administração: O Conselho de Administração da Heringer é composto por 5 membros, entre eles o fundador da empresa Dalton Dias Heringer e seu filho Dalton Carlos Heringer, Almir Gonçalves de Miranda, funcionário da empresa desde 1970 e 2 conselheiros independentes: Roberto Rodrigues, ex-ministro da Agricultura, assessorando a Heringer em toda a parte agrícola, e José Augusto Arantes Savasini, ex- negociador da dívida brasileira e sócio



fundador da Rosenberg Consultores Associados, assessorando a Heringer em toda a parte econômica.

NOSSA OPINIÃO: Reiteramos nossa recomendação *OUTPERFORM* para a Fertilizantes Heringer, com preço justo para dezembro de 2008 de R\$ 36,20, correspondendo a um *upside* de 72,4% sobre a cotação de fechamento de ontem.

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.

Consideramos que a Fertilizantes Heringer esteja bem posicionada para aproveitar do potencial do agronegócio brasileiro diante do cenário de forte demanda por alimentos e biocombustíveis. Adicionalmente, acreditamos que os resultados referentes ao 2T08 a serem divulgados pela companhia no dia 13 de Agosto serão muito positivos, pois a companhia, além de apresentar receita crescente, com incremento de volumes e preços, tem conseguido repassar a alta dos custos para os produtos vendidos preservando suas margens.





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@brascantv.com.br

Beatriz Battelli, CNPI

55 21 3231.3146

bbattelli@brascantv.com.br

Real Estate

Felipe Cunha, Head of Research, CNPI

55 21 3231.3136

fcunha@brascantv.com.br

Alimentos, Bebidas e Agronegócios

Denise Messer, CNPI

55 21 3231.3135

dmesser@brascantv.com.br

Varejo

Felipe Cunha, Head of Research, CNPI

55 21 3231.3136

fcunha@brascantv.com.br

Siderurgia, Mineração & Logística

Rodrigo Ferraz, CNPI

55 21 3231.3171

rferraz@brascantv.com.br

Petróleo, Gás e Energia

Felipe Cunha, Head of Research, CNPI

55 21 3231.3136

fcunha@brascantv.com.br

Small Caps

Beatriz Battelli, CNPI

55 21 3231.3146

bbattelli@brascantv.com.br

Assistentes

Elcio Guedes Junior

55 21 3231.3128

eguedes@brascantv.com.br

Júlia Duarte

55 21 3231.3147

jduarte@brascantv.com.br

Equity Sales

Rodrigo Aché

55 21 3231.3192

rache@bancobrascan.com.br





Disclaimer

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.

