

Novas conquistas, velhos desafios

A companhia manteve sua retomada de crescimento com elevação do volume entregue e evolução no market share acima das médias de mercado. A receita líquida do 3T14 alcançou R\$ 1.833 milhões, alta de 3,6% A/A e nos 9M14 chegou a R\$ 4.135 milhões, alta de 10,4% A/A. O CPV do período foi de R\$ 1.593 milhões e R\$ 3.624 nos 9M14, altas de 2,6% A/A e 8,9% A/A, respectivamente. As despesas com vendas atingiram R\$ 114 milhões no 3T14 e R\$ 267 milhões nos 9M14, com altas de 7,2% A/A e 13,6% A/A, respectivamente. Mais uma vez, chama a atenção o resultado financeiro negativo da companhia, registrando R\$ 108 milhões no 3T14 e R\$ 139 milhões nos 9M14. Esse resultado financeiro, decorrente dos efeitos das importações de matéria prima e seus respectivos hedges, praticamente consumiu todo o lucro do trimestre, que fechou em R\$ 218 mil, porém, nos 9M14, a companhia conseguiu apresentar resultado positivo de R\$ 29 milhões, melhor marca dos últimos cinco anos.

Volume entregue e market share. As entregas chegaram a 1.756 mil/ton no 3T14 e 3.895 mil/ton nos 9M14, representando altas de 9,2% A/A e 14% A/A, respectivamente, enquanto que as médias do mercado foram 6,0% e 7,3%. As maiores altas de produtos foram para as culturas de soja, com +20,1% no 3T14 e +43,1% 9M14; café, com 19,1% no 3T14 e 9,6% nos 9M14 e cana, com 15,5% no 3T14 e 12,9% nos 9M14.

Resultado financeiro. A companhia apresentou receitas financeiras de R\$ 150 milhões no 3T14 e R\$ 242 milhões nos 9M14, com altas de 169,1% A/A e 17,2% A/A, respectivamente, despesas financeiras de R\$ 72 milhões no 3T14 e R\$ 283 milhões nos 9M14, redução de 22,4% no 3T14 e elevação de 9,8% nos 9M14, bem como variação cambial líquida negativa de R\$ 186 milhões no 3T14 e R\$ 98 milhões nos 9M14, cujos efeitos somados foram negativos de R\$ 108 milhões no 3T14 e R\$ 139 milhões nos 9M14, mais uma vez demonstrando sua relevância no resultado líquido da companhia.

Novo sócio. A subscrição de ações por parte da OCP International Cooperative U.A – que poderá chegar a 10,5% do capital social da Heringer – foi aprovada pelo CADE em 29/07/14, e permitirá que os recursos sejam utilizados na expansão e estrutura de capitais da Heringer.

Considerações. Avaliamos o resultado da Fertilizantes Heringer como positivo, pois a elevação dos volumes de entregas e conquista de market share demonstram o comprometimento da administração da companhia em reconduzi-la a um patamar de *player* diferenciado em seu mercado de atuação. A entrada do novo sócio reforçará a estrutura de capitais companhia. Contudo, e apesar do comprometimento da administração e do novo sócio, a exposição cambial continua a chamar a atenção nos resultados apresentados.

R\$ milhões	3T14	3T13	A/A	9M14	9M13	A/A
Receita Líquida	1.833,0	1.769,0	3,6%	4.135,0	3.745,0	10,4%
Lucro Bruto	239,6	216,0	10,9%	510,0	416,8	22,4%
Margem Bruta (%)	13,1%	12,2%	0,9 p.p.	12,3%	11,1%	1,2 p.p.
EBITDA	120,6	99,0	21,9%	216,1	150,5	43,6%
Margem EBITDA (%)	6,6%	5,6%	1,0 p.p.	5,2%	4,0%	1,2 p.p.
Lucro Líquido	0,2	22,5	-99,0%	29,7	-53,3	-155,7%
Margem Líquida	0,0%	1,3%	-1,3 p.p.	0,7%	-1,4%	2,1 p.p.

Fonte: Fertilizantes Heringer e BB Investimentos

Commodities - Agronegócios

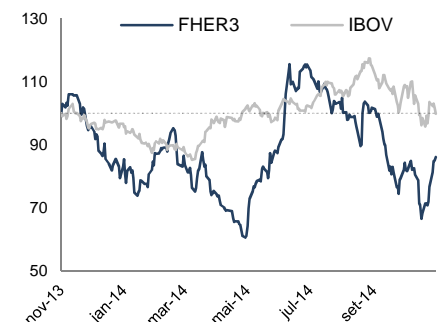
07 de novembro de 2014

Márcio Montes, CNPI
mcmontes@bb.com.br

FHER3	Outperform
Preço em 06/11/2014 (R\$)	7,05
Preço para 12/2015 (R\$)	12,50
Upside	77,3%
Market Cap (R\$ milhões)	341,7
Variação 1 mês	5,1%
Variação 12 meses	-14,1%
Variação 2014	0,7%
Mín. 52 sem.	4,80
Máx. 52 sem.	9,80

Valuation	
Valor da Firma 2015E	1.130,5
Dívida Líquida 2015E	524,8
Valor para os Acionistas 2015E	605,7
Quantidade de ações	48.471
WACC	12,9%
Crescimento na perpetuidade	2,5%

Múltiplos	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	9,7	8,0	7,2
P/L	5,8	4,3	3,9
LPA (R\$)	2,17	2,94	3,22



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

Estrutura do setor no Brasil

A área agrícola plantada no Brasil aumentou de 37,8 milhões de hectares na safra 2000/01⁽¹⁾ para 53,6 milhões de hectares na safra 2012/13⁽²⁾, com a produção do período sendo elevada de 73,6 milhões de toneladas⁽¹⁾ para 188,7 milhões de toneladas⁽²⁾. Para a safra 2013/14, as expectativas são de 56,8 milhões de hectares de área plantada⁽²⁾ e 193,4 milhões de toneladas⁽²⁾ de produção, CAGR de 3,1%, demonstrando a vocação agrícola do Brasil.

Nesse período, o consumo de fertilizantes no Brasil saltou de 16,4 milhões de toneladas⁽¹⁾ para cerca de 32,5 milhões de toneladas⁽³⁾, CAGR de 5,0%, demonstrando que, mais do que o aumento da área plantada, a produtividade apresenta-se como fator preponderante no consumo de fertilizantes.

Tese de investimento

Historicamente, o consumo brasileiro de fertilizantes apresenta sazonalidade de 40% das entregas no primeiro semestre, com 60% no segundo. Para a safra 2013/14, durante o 1S14, o mercado consumiu 13,0 milhões de toneladas⁽⁴⁾, ante 12,1 milhões de toneladas⁽⁴⁾ no 1S13, aumento de 6,9%. Nesse contexto, a Fertilizantes Heringer participou com entregas de 2,1 milhões de toneladas⁽¹⁾ no 1S14, ante 1,8 milhões de toneladas no 1S13, com market share de 16,2% ante 14,9%.

Modelo de gestão. Única companhia de fertilizantes listada na BM&FBovespa, no segmento Novo Mercado, máximo de governança corporativa no Brasil. O management é estruturado de forma profissional, apresentando conselho de administração e diretorias interdependentes, sendo que o grupo controlador detém 67,8% das ações, estando os demais 32,2% disponibilizados ao free-float.

Capilaridade. A Heringer possui 21 unidades de produção, localizadas nas regiões sul, centro-oeste e nordeste, próximas às principais regiões de consumo de fertilizantes no país, bem como aos portos, onde recebe e processa/distribui seus insumos importados.

Estratégia. A companhia possui um dos maiores portfólios de fertilizantes especiais do mercado, com potencial de uso em todas as culturas, atendendo as necessidades nutricionais das culturas, visando aumento de produtividade e melhorando a qualidade final dos produtos, o que gera maiores retornos aos produtores rurais. Todos os produtos da Heringer possuem registro no Mapa (Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento). Além disso, seus clientes recebem assessoria em programas de incentivo à análise de solo, palestras técnicas, suporte pré e pós venda e também orientação técnica e especializada.

Produtos. Estão divididos em duas categorias: (I) Fertilizantes Básicos e Fórmulas NPK: os fertilizantes básicos são representados pelas matérias-primas uréia, cloreto de potássio, sulfato de amônia, SSP, TSP, MAP e DAP entre outros, resultantes de misturas de especificações definidas pelos consumidores; (II) Fertilizantes Especiais: em grande parte exclusivos da companhia. Esses produtos proporcionam vantagens agrônômicas superiores aos padrões de mercado.

Perspectivas. Para 2014, as estimativas de crescimento no consumo de fertilizantes é de 4,9% em relação a 2013 e, para 2015, crescimento de 6,9% em relação a 2014. Assim sendo, visando capturar não só o aumento esperado de consumo, mas também margens em seus produtos e a fidelização de clientes, a Fertilizantes Heringer atua fortemente na ampliação de seu portfólio de "produtos especiais". Esses produtos responderam por entregas de 758,4 mil toneladas⁽¹⁾ no 1S14, correspondentes a 35,0% do total entregue pela companhia, sendo que o atual objetivo é que essa representatividade chegue a 50% do total entregue. Alinhada aos movimentos de consolidação e ingresso de players no mercado, visando reforçar seu compromisso de crescimento em bases sólidas, a Heringer firmou contrato de subscrição de ações com a empresa *OCP International Cooperative U.A.*, maior produtora mundial de rocha fosfática e ácido fosfórico, a qual se comprometeu a subscrever entre 5,39 e 5,69 milhões de novas ações ordinárias de emissão da Heringer, ao preço de emissão de R\$ 27,00 (vinte e sete reais) cada.

Fontes:

(1) IBGE, CONAB, Heringer;

(2) Conab - Acompanhamento da Safra Brasileira; Grãos; V.1 - Safra 2013/14; N.11 - Décimo Primeiro Levantamento; Agosto/2014;

(3) 2014 - Projeção Heringer/Agroconsult

(4) ANDA

Riscos da companhia.

Câmbio. Cerca de 70% dos insumos utilizados no Brasil são importados, sujeitando as empresas a exposições cambiais e políticas de importação de insumos industriais.

Logística. As deficiências logísticas do país e questões de tributação aumentam os custos dos produtos.

Custos. Os preços dos fertilizantes estão sujeitos às variações das cotações das commodities, seus insumos, custos de logística e fiscais inibindo o consumo em maior escala, pois áreas novas de plantio e algumas culturas demandam mais de uma safra para apresentarem resultados que superem os custos de investimentos em fertilizantes;

Custos financeiros. A aquisição de insumos, principalmente no mercado internacional, demandam linhas de crédito que sofrem influências cambiais, das políticas econômicas locais e internacionais, e ainda da situação econômica do país, da região e global.

Alavancagem. O nível de endividamento da companhia apresenta-se elevado, representando hoje um dos principais entraves a um crescimento mais acelerado pois, se por um lado o EBITDA apresenta elevações consistentes, por outro, a alavancagem financeira tem absorvido parte considerável dessas elevações. Nossas estimativas consideraram a redução gradativa do endividamento, com redução na relação Dívida Líquida/EBITDA, conforme demonstrado no quando abaixo:

Endividamento (R\$ mil)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
EBITDA	353	247	268	356	430	480
Dívida bruta	1.004	1.231	1.007	1.055	1.116	1.164
Dívida líquida	613	762	569	525	340	98
Dívida líquida/EBITDA	1,7x	3,1x	2,1x	1,5x	0,8x	0,2x

Valuation

Visando incorporar as perspectivas positivas do setor de atuação da companhia, tanto pela evolução do mercado agrícola brasileiro e sua representatividade no mercado mundial, quanto pela atual demanda de fertilizantes em função dessa evolução e ainda pela parceria estratégica firmada pela Heringer com a OCP, itens que entendemos como positivos nos cenários de curto e médio prazos, revisamos nossas projeções e o preço alvo da Fertilizantes Heringer para R\$ 12,50 em dezembro de 2015, o que corresponde a um potencial de valorização de 77,3% em relação ao fechamento de 06/11/2014, com recomendação *Outperform* para a ação da companhia.

Nossa análise foi baseada na metodologia *DCF - Discounted Cash Flow*, utilizando as seguintes premissas: taxa de crescimento na perpetuidade de 2,5% e *WACC* 12,86% (beta de 0,72, taxa livre de risco de 4,9%, prêmio de mercado de 21,9%, risco país de 4,6%), além de um desconto relacionado ao nível de exposição financeira da companhia (sobretudo comercial), ainda que o nível de endividamento apresente serviço competitivo (Finimp em sua maioria), à estrutura de capital proposta pela companhia em função do fato relevante envolvendo o contrato de subscrição de ações com a OCP e utilizada ao longo do período projetado, a exposição cambial a que a companhia se sujeita em função de seu mercado de atuação e o risco de performance ligado a seu ramo de atuação. A seguir apresentamos os resultados obtidos:

<i>DRE R\$ Milhões</i>	2013	2014E	2015E	2016E
Receita Líquida	5.428	5.565	6.302	6.888
Custo dos Produtos Vendidos	4.777	4.802	5.437	5.944
DDA	48	56	63	69
Lucro Bruto	651	763	864	945
Margem Bruta	12,0%	13,7%	13,7%	13,7%
Despesas Operacionais	431	463	497	534
Resultado Operacional	220	300	367	411
Margem Operacional	4,1%	5,4%	5,8%	6,0%
Ebitda	268	356	430	480
Margem Ebitda	4,9%	6,4%	6,8%	7,0%
Resultado Financeiro	-273	-183	-209	-238
Receita Financeira	264	170	184	199
Despesa Financeira	538	354	393	436
Resultado antes Impostos	-53	117	158	173
Impostos	19	0	0	0
Lucro Líquido	-34	105	142	156
Margem Líquida	-0,6%	1,9%	2,3%	2,3%

<i>Balanco Patrimonial R\$ Milhões</i>	2013	2014E	2015E	2016E
Caixa	438	530	775	1.066
Aplicações Financeiras	0	0	0	0
Recebíveis	656	526	595	651
Estoques	692	781	884	967
Investimentos	0	0	0	0
Imobilizado	477	461	439	413
Intangíveis líquido	8	9	9	10
Outros Ativos	726	742	759	775
Total Ativos	2.997	3.049	3.462	3.882
Obrigações	22	33	50	75
Fornecedores	1.152	773	875	957
Dívida Total	1.007	1.055	1.116	1.164
Dívida CP	820	844	893	931
Dívida LP	187	211	223	233
Outros Passivos	379	455	545	655
PL	437	733	876	1.032
Total Passivos	2.997	3.049	3.462	3.882

<i>Fluxo de Caixa R\$ Milhões</i>	2013	2014E	2015E	2016E
Fluxo de Caixa Operacional	-100	-109	223	283
Lucro Líquido	-34	105	142	156
Depreciação	48	56	63	69
Ajustes Não- Caixa	111	-59	233	279
Variação Ativos/Passivos	-205	-210	-216	-221
Fluxo de Caixa Investimentos	-27	-37	-39	-41
Capex	-38	-39	-41	-43
Fluxo de Caixa Financiamento	94	239	61	49
Captação de Empréstimos	370	374	378	381
Pagamento de Empréstimos	-276	-326	-317	-333
Dividendos	0	0	0	0
Variação do Caixa	(32)	93	245	291

Target YE14

Enterprise Value	1.130,5
Net Debt	524,8
Equity Value	605,7
Price	12,50

<i>Valuation</i>	2013	2014E	2015E	2016E
Ebitda	268	356	430	480
Ebit	220	300	367	411
Tax	19	0	0	0
Noplat	240	300	367	411
DDA	48	56	63	69
Capex	-38	-39	-41	-43
Working Capital	332	-338	-71	-56
Free Cash Flow	581	-21	319	381
ROA	-1,1%	3,5%	4,1%	4,0%
ROE	-7,8%	14,4%	16,3%	15,1%
EV/ Ebitda	2,9	9,7	8,0	7,2
PE	-10,0	5,8	4,3	3,9
PB	0,8	0,8	0,7	0,6
P S	0,1	0,1	0,1	0,1
EPS	-0,70	2,17	2,94	3,22
ROIC	15,3%	16,8%	18,4%	18,7%
Net Debt/ Ebitda	2,1	1,5	0,8	0,2
D/E	69,7%	59,0%	56,0%	53,0%

Informações Relevantes

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir com instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Marcio de Carvalho Montes	-	-	-

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.

Administração

Diretor

Sandro Kohler Marcondes

Gerente-Executivo

Eduardo César do Nascimento

Equipe de Pesquisa

Gerente - Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Variável

Demanda

Bancos e Serviços Financeiros

Carlos Daltozo
daltozo@bb.com.br
Mário Bernardes Junior
mariobj@bb.com.br

Consumo

Maria Paula Cantusio
paulacantusio@bb.com.br

Imobiliário

Wesley Bernabé
wesley.bernabe@bb.com.br
Daniel Cobucci
cobucci@bb.com.br

Indústrias e Transportes

Mário Bernardes Junior
mariobj@bb.com.br

Small Caps

Gabriela Cortez
gabrielaecortez@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Renda Fixa, Moedas e Commodities

Renato Odo
renato.odo@bb.com.br
Fabio Cardoso
fcardoso@bb.com.br

Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves
hmoreira@bb.com.br

Equipe de Vendas

Atacado: bb.distribuicao@bb.com.br

Varejo: acoes@bb.com.br

Gerente - Antonio Emilio Ruiz

Bruno Finotello
Denise Rêdua de Oliveira
Edger Euber Rodrigues
Henrique Reis
João Carlos Floriano
Marcela Andressa Pereira
Thiago Cogo Pires
Viviane Ferro Candelária

Gerente - Marconi Maciel

Ana Lucia Caruso da Silva
Márcio Carvalho José

BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar
Rio de Janeiro RJ - Brasil
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355

BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
London EC2N 1ER - UK
+44 207 7960836 (facsimile)

Managing Director

Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

Deputy Managing Director

Selma da Silva +44 (207) 3675802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853

Melton Plumber +44 (207) 3675843

Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Daniel Alves Maria +1 (646) 845-3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02
Singapore, 049909

Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

Institutional Sales

Paco Zayco +65 6420-6571

Amelia Khoo +65 6420-6582