

# Fertilizantes Heringer

15 de março de 2017

Commodities - Agronegócios

## Resultado 2016 e atualização de preço: Positivo. Melhores margens e variação cambial impulsionam resultado

Marcio Montes, CNPI  
Analista  
mcmontes@bb.com.br

A Heringer registrou lucro líquido de R\$ 43,2 milhões em 2016 contra perda de R\$ 336,0 milhões em 2015. Esse resultado decorreu da melhora nas margens de rentabilidade e dos efeitos positivos da variação cambial nos resultados financeiros da empresa.

Visando melhorar o resultado da empresa, as vendas de 2016 foram concentradas na elevação da participação dos produtos especiais, pois são itens de maior valor agregado e possuem melhores margens. Esses produtos atingiram recorde de entregas de 2,1 milhões de toneladas, aumento de 11,4% a/a, representando 49% do total das entregas da companhia. Por outro lado, enquanto o mercado brasileiro de fertilizantes cresceu 12,9% no ano, as entregas totais da Heringer caíram 14,0% a/a, atingindo 4,3 milhões de toneladas. Consequentemente, o market share da empresa recuou para cerca de 12,6% (-3,9 p.p.).

Para a safra 2017/18, a Heringer projeta que o consumo de fertilizantes chegue a 35 milhões de toneladas (+2,7% a/a). Caso isso ocorra, a companhia deverá ser beneficiada em função de sua capacidade instalada, de cerca de 6,5 milhões de toneladas, bem como a localização estratégica de suas unidades permitirá maior agilidade na captura dos benefícios da expansão da demanda. Além disso, o foco na ampliação das vendas de produtos especiais deve induzir a empresa a apresentar melhores margens com o aumento da demanda.

No geral, a companhia apresenta esforços consistentes na evolução de sua eficiência operacional. O CPV apresentou redução de 3,6 p.p. sobre a receita líquida (de 91,3% para 87,7%), principalmente devido à redução de 21,4% com os custos de matéria-prima e materiais de produção. No mesmo sentido, as despesas com vendas caíram 10,7% a/a, levando a uma considerável elevação de 25,9% a/a no EBITDA, que atingiu R\$ 198,2 milhões.

No que se refere ao resultado financeiro, a receita financeira apresentou queda acentuada de 96,9% a/a em função da redução dos ganhos com instrumentos financeiros derivativos (+R\$ 15,3 milhões em 2016 contra +R\$ 484,7 milhões em 2015) decorrente da valorização da moeda brasileira no período. O mesmo efeito, mas em sentido oposto, afetou as despesas financeiras, onde as perdas com derivativos apresentaram elevação de 317,9% a/a (-R\$ 309,4 milhões em 2016 contra -R\$ 74,0 milhões em 2015). A variação cambial líquida foi positiva em R\$ 261,8 milhões, contra valor negativo em R\$ 994,9 milhões em 2015, resultando no lucro líquido de R\$ 43 milhões.

**Outlook.** Consideramos o resultado de 2016 da Heringer como positivo devido à maior lucratividade proporcionada pela elevação das vendas de produtos especiais, mesmo diante da queda das entregas totais durante o ano. Os aspectos positivos a serem considerados para os próximos trimestres são: (i) a recuperação do ambiente econômico doméstico, que levará os produtores a aumentarem investimentos em suas culturas; (ii) a perspectiva de produção recorde de grãos para a safra 2016/17, proporcionando a elevação do consumo de fertilizantes para a safra seguinte; (iii) a capacidade instalada da Heringer, que permitirá à empresa capturar mais facilmente a elevação da demanda, sem grandes investimentos, e com a consequente maior diluição dos custos fixos; (iv) o foco da empresa nas vendas de produtos especiais, o que lhe proporcionará melhores margens. Diante dessas perspectivas, atualizamos nossas estimativas para a FHER3, mantendo a recomendação *Market Perform*, com preço-alvo YE17 de R\$ 5/ação.

R\$ milhões	4T16	4T15	A/A	2016	2015	A/A
Receita Líquida	1.373,2	1.719,3	-20,1%	5.195,0	6.308,4	-17,7%
Lucro Bruto	247,4	190,2	30,1%	637,2	551,6	15,5%
Margem Bruta (%)	18,0%	11,1%	7,0 p.p.	12,3%	8,7%	3,5 p.p.
EBITDA	138,0	95,0	45,3%	249,6	198,2	25,9%
Margem EBITDA (%)	10,1%	5,5%	4,5 p.p.	4,8%	3,1%	1,7 p.p.
Lucro Líquido	52,4	53,8	-2,5%	43,2	-336,0	-112,9%
Margem Líquida	3,8%	3,1%	0,7 p.p.	0,8%	-5,3%	6,2 p.p.
Dívida Líquida <sup>(1)</sup>	1.177,4	1.879,2	-37,3%	1.177,4	1.879,2	-37,3%
Dív. Líquida/EBITDA	4,7x	9,5x	-4,8x	4,7x	9,5x	-4,8x

<sup>(1)</sup> Inclui Forfait

Fonte: Heringer e BB Investimentos

FHER3	Market Perform
Preço em 14/03/2017 R\$	3,74
Preço para 12/2017 (R\$)	5,00
Upside	33,7%
Valor de Mercado (R\$ milhões)	201.426
Variação 1 mês	25,5%
Variação 12 meses	138,2%
Variação 2016	82,4%
Mín. 52 sem.	1,44
Máx. 52 sem.	4,45

Múltiplos	2016	2017E	2018E
EV/EBITDA	5,7x	5,2x	4,8x
P/L	6,2	112,0	-6,9
LPA (BRL)	0,8	0,0	-0,7

R\$ milhões	2016	2017E	2018E
EBITDA	250	272	296
Dívida total	1.242	1.257	1.274
Dívida líquida	1.177	1.161	1.188
Dívida líquida /EBITDA <sup>(1)</sup>	4,7x	4,3x	4,0x



Fonte: Economática e BB Investimentos

<b>Financiais (R\$ milhões)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
Receita Líquida	5.195	5.611	6.101	6.555	6.978
EBIT	198	219	241	259	276
EBITDA	250	272	296	315	334
Dívida Bruta	1.242	1.257	1.274	1.291	1.312
Dívida Líquida	1.177	1.161	1.188	1.205	1.217
Margem Bruta (%)	12,3%	11,3%	11,4%	11,4%	11,4%
Margem EBITDA (%)	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Margem Líquida (%)	0,8%	0,0%	-0,6%	-0,5%	-0,3%
EV / EBITDA	5,7	5,2	4,8	4,5	4,3
ROE	14,9%	0,8%	-15,2%	-13,9%	-12,1%
P / L	6,2	112,0	-6,9	-8,6	-11,1
LPA	0,8	0,0	-0,7	-0,6	-0,4

  

<b>Índices de Estrutura</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
Dívida Curto Prazo / Dívida Total (%)	84%	84%	84%	84%	84%
Dívida / Dívida + PL (%)	81%	81%	83%	85%	87%
Participação Capital de Terceiros (%)	90%	90%	92%	93%	94%
Dívida Líquida/EBITDA	4.7x	4.3x	4.0x	3.8x	3.6x
Dívida Bruta/EBITDA	5.0x	4.6x	4.3x	4.1x	3.9x

  

<b>DRE (R\$ milhões)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>Receita Líquida</b>	<b>5.195</b>	<b>5.611</b>	<b>6.101</b>	<b>6.555</b>	<b>6.978</b>
(-) CPV	-4.558	-4.977	-5.408	-5.811	-6.185
<b>Lucro Bruto</b>	<b>637</b>	<b>634</b>	<b>693</b>	<b>744</b>	<b>793</b>
Despesas Operacionais	-441	-442	-480	-517	-550
(-) Vendas	-340	-348	-378	-407	-433
(-) Administrativas	-101	-94	-102	-110	-117
(-) Outras	2	26	28	30	32
<b>EBIT</b>	<b>198</b>	<b>218</b>	<b>241</b>	<b>257</b>	<b>275</b>
(+) Resultado Financeiro	-137	-215	-280	-290	-300
<b>EBT</b>	<b>61</b>	<b>3</b>	<b>-39</b>	<b>-33</b>	<b>-25</b>
(-) IR + CSLL	-17	-1	0	0	0
<b>Resultado Líquido</b>	<b>44</b>	<b>2</b>	<b>-39</b>	<b>-33</b>	<b>-25</b>

Fonte: Heringer e BB Investimentos

Balanco Patrimonial (R\$ milhões)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>Ativo</b>	<b>2.856</b>	<b>2.891</b>	<b>2.983</b>	<b>3.077</b>	<b>3.173</b>
<b>Circulante</b>	<b>1.576</b>	<b>1.644</b>	<b>1.768</b>	<b>1.894</b>	<b>2.020</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa	65	96	86	86	95
Contas a Receber	467	468	508	546	582
Estoques	703	760	826	888	945
Tributos a recuperar	290	231	251	270	287
Outros	51	89	97	104	111
<b>Não Circulante</b>	<b>1.280</b>	<b>1.247</b>	<b>1.215</b>	<b>1.183</b>	<b>1.153</b>
Tributos a recuperar	469	469	469	469	469
Outros LP	255	255	255	255	255
Ativo imobilizado	549	516	484	452	422
Intangível / Diferido	7	7	7	7	7
<b>Passivo</b>	<b>2.856</b>	<b>2.891</b>	<b>2.983</b>	<b>3.077</b>	<b>3.173</b>
<b>Circulante</b>	<b>2.344</b>	<b>2.374</b>	<b>2.502</b>	<b>2.625</b>	<b>2.741</b>
Empr. e Financiamentos + Forfait	1.047	1.060	1.074	1.089	1.107
Fornecedores	979	988	1.072	1.154	1.228
Obrig. sociais, trabalhistas e fiscais	9	13	15	16	17
Adiantamentos de clientes	215	219	238	256	272
Outras obrigações	94	94	103	110	117
<b>Não Circulante</b>	<b>223</b>	<b>225</b>	<b>228</b>	<b>230</b>	<b>234</b>
Empréstimos e Financiamentos	195	197	200	202	206
Outros LP	28	28	28	28	28
<b>Patrimônio líquido</b>	<b>289</b>	<b>292</b>	<b>253</b>	<b>222</b>	<b>198</b>

Resumo (R\$ milhões)		Premissas do Valuation	
Valor da Firma	1.428	Beta (Alavancado)	2,18
Dívida Líquida 17E	-1.161	WACC	15,4%
Valor para os acionistas	266	Taxa livre de risco	5,0%
Número de ações (milhões)	53,9	Prêmio de Mercado	4,5%
Valor justo por ação	5,0	Crescimento na perpetuidade	3,0%

### Análise de Sensibilidade

g \ wacc	Preço Alvo YE17				
	14,4%	14,9%	15,4%	15,9%	16,4%
2,0%	6,1	5,2	4,3	3,6	2,8
2,5%	6,5	5,5	4,6	3,8	3,1
3,0%	6,9	5,9	5,0	4,1	3,3
3,5%	7,3	6,3	5,3	4,4	3,6
4,0%	7,8	6,7	5,7	4,8	3,9

g \ wacc	EV/EBITDA 17E (implícito)				
	14,4%	14,9%	15,4%	15,9%	16,4%
2,0%	5,5	5,3	5,1	5,0	4,8
2,5%	5,5	5,4	5,2	5,0	4,9
3,0%	5,6	5,4	5,3	5,1	4,9
3,5%	5,7	5,5	5,3	5,1	5,0
4,0%	5,8	5,6	5,4	5,2	5,0

Fonte: Heringer e BB Investimentos

## 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 como 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.

Analysts	Items		
	3	4	5
Márcio 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.

6 - As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

### 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.

**BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI**

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar

Rio de Janeiro (RJ) - Brasil

+55 (21) 38083625

<b>Diretor</b>	<b>Gerente Executiva</b>
Fernando Campos	Fernanda Peres Arraes
<b>Equipe de Pesquisa</b>	
<b>Gerente</b> - Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	<b>Analista Chefe</b> - Victor Penna victor.penna@bb.com.br
<b>Renda Variável</b>	
<b>Agronegócios</b>	<b>Alimentos e Bebidas</b>
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br
<b>Bancos e Serviços Financeiros</b>	<b>Siderurgia e Mineração</b>
Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	Gabriela Cortez gabrielaeortez@bb.com.br
Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br	<b>Óleo e Gás</b>
Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br
<b>Bens de Capital</b>	<b>Papel e Celulose</b>
Fabio Cardoso fcardoso@bb.com.br	Gabriela Cortez gabrielaeortez@bb.com.br
<b>Educação</b>	<b>Imobiliário</b>
Victor Penna victor.penna@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br
<b>Utilities</b>	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br
Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	<b>Varejo</b>
Viviane Silva viviane.silva@bb.com.br	Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br
	<b>Transporte e Logística</b>
	Renato Hallgren renato@bb.com.br
<b>Macroeconomia e Estratégia de Mercado</b>	<b>Renda Fixa</b>
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
<b>Equipe de Vendas</b>	<b>Varejo</b>
<b>Investidor Institucional</b> bb.distribuicao@bb.com.br	ações@bb.com.br
<b>Gerente</b> - Antonio Emilio Ruiz Bianca Onuki Nakazato Bruno Finotello Daniel Frazatti Gallina Denise Rédua de Oliveira Edger Euber Rodrigues Elisangela Pires Chaves Fábio Caponi Bertoluci Henrique Reis Marcela Andressa Pereira	<b>Gerente</b> - Mario D'Amico Bruno Henrique de Oliveira Fabiana Regina de Oliveira

**BB Securities - Londres**

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

London EC2N 1ER - UK

+44 (207) 3675800

**Managing Director**

Admilson Monteiro Garcia +44 (207) 3675801

**Deputy Managing Director**

Selma Cristina 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 M&A**

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

**Banco do Brasil Securities LLC - Nova Iorque**

535 Madison Avenue 34th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

**Managing Director**

Daniel Alves Maria +1 (646) 845-3710

**Deputy Managing Director**

Carla Sarkis Teixeira +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 - Cingapura**

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

**Managing Director**

Marcelo Sobreira +65 6420-6577

**Director, Head of Sales**

José Carlos Reis +65 6420-6570

**Institutional Sales**

Paco Zayco +65 6420-6571

Zhao Hao +65 6420-6582