

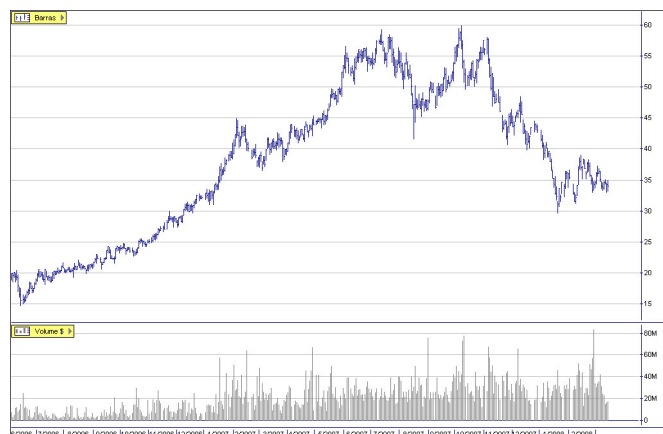
Analista: Matias Dieterich
Tel: (55 51) 3327-9864
matias@solidus.com.br

Preço Atual: 34,00

Resultado			
Em R\$ milhões	2007	2006	%
Receita Líquida	1.671	1.489	12,2%
Ebitda	558	457	22,1%
Margem EBITDA	33,4%	30,8%	
Lucro Líquido	319	226	41,2%

Balanco Patrimonial			
	2007	2006	%
Ativo Circulante	1.266	1.139	11,2%
Ativo Realizável de LP	34	34	0,0%
Ativo Permanente	1.330	1.203	10,6%
Passivo Circulante	541	601	-10,0%
Passivo ELP e Part. M.	553	379	45,9%
Patrimônio Líquido	1.536	1.396	10,0%

Indicadores	
Código	DURA4
Cotação	34,00
Min-Max (52 sem)	29,69 – 59,96
Valor Merc. em R\$ mi	4.391
P/L	13,8x
P/VPA	2,9x
ROE	22,8%
FV/Ebitda	7,9x
Div. Líq/Ebitda	-



RELATÓRIO DE DURATEX

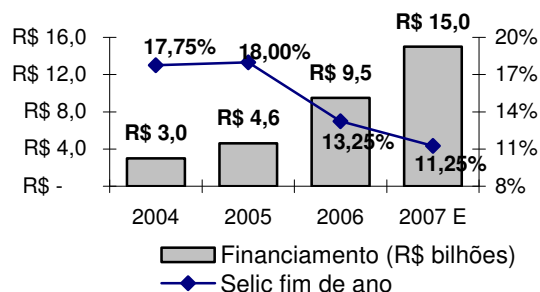
A Duratex foi fundada em 1951 e produz painéis de madeira (divisão Madeira), louças e metais sanitários (divisão Deca). As suas vendas se dirigem principalmente à construção civil e ao setor moveleiro. A companhia possui unidades industriais no Estado de São Paulo no RS e na Argentina. A Duratex é controlada pelo grupo Itaúsa, conforme pode se verificar no gráfico seguinte:

Acionistas	PN	ON	Total
Itaúsa	8,0%	88,5%	41,3%
Inv. Estrangeiros	49,3%	0,0%	29,0%
Fundos de Pensão	8,9%	0,0%	5,2%
Outros	33,8%	11,5%	24,5%
Tesouraria	0,0%	0,0%	0,0%

Fonte: Duratex - maio/07

O cenário para o setor de construção civil está bastante favorável. A queda dos juros o aumento do crédito imobiliário, o grande déficit habitacional e a capitalização das construtoras devem permitir que esse quadro siga benéfico. Esse é o principal motivo no qual baseamos nossa recomendação de compra para Duratex. A figura a seguir mostra a queda dos juros verificada nos últimos anos e o aumento do crédito ao setor.

Evolução da Selic e do financiamento imobiliário via poupança



Fonte: ABECIP e BC

Apesar da evolução dos empréstimos imobiliários, quando comparamos esse valor ao PIB percebemos que o percentual no Brasil (2%) ainda é muito baixo quando comparado com outras economias. Isso está ilustrado no gráfico abaixo:

País	Crédito Imobiliário/PIB
Brasil	2%
Chile	13%
México	14%
Espanha	46%
EUA	65%

Fonte: Gwinner, B (2006)

Conforme dados da Fundação João Pinheiro, o déficit de moradias em 2005 era de 7,2 milhões de residências no Brasil. Esse valor é maior que o déficit de 5,4 milhões e 6,7 milhões de moradias de 1991 e 2000, respectivamente.

Nos últimos 2 anos houve diversas ofertas públicas de construtoras na Bovespa. Com isso as companhias conseguiram captar um volume vultoso de recursos no mercado de capitais e agora podem dar prosseguimento aos seus projetos. Estimamos que apenas em 2007 o setor tenha feito emissões primárias no valor de aproximadamente R\$8,4 bilhões.

O número de lançamentos de novas unidades também vem em uma trajetória ascendente. Conforme dados da Empresa Brasileira de Estudos de Patrimônio (Embraesp), em 2006 foram lançadas 34,7 mil unidades residenciais na região metropolitana de São Paulo. A tabela mostra a evolução nos anos de 1998 a 2006.

NÚMERO DE UNIDADES RESIDENCIAIS LANÇADAS NA REGIÃO METROPOLITANA DE SP	
Ano	Unidades
1 998	28.600
1 999	32.946
2 000	37.963
2 001	32.748
2 002	31.545
2 003	34.938
2 004	28.192
2 005	33.682
2 006	34.727

Fonte: EMBRAESP

Com esse cenário positivo para a construção civil, a Duratex deverá continuar sendo beneficiada. Cabe lembrar que a maior parte dos produtos da Duratex, como pisos de madeira, louças sanitárias, torneiras, etc, são fornecidas ao final das obras, que muitas vezes ocorre de 18 a 24 meses após seu início. Com isso, os resultados da Duratex tendem a continuar positivos nos próximos anos.

Ofertas Primárias em 2007	
Empresa	R\$ milhões
Helbor	267
PDG	1.058
Tenda	693
Trisul	319
MRV	1.071
Eztec	542
Inpar	756
Agra	752
CR2	354
Even	460
Gafisa	488
Tecnisa	650
Rodobens	448
Camargo Correa	557
Total	8.415

Fonte: CVM e estimativas da Solidus

DIVISÃO MADEIRA

A divisão Madeira produz chapas de fibra, MDP, pisos laminados e MDF. O MDP (Médium Density Particleboard) é um painel de madeira mais moderno que os antigos painéis de madeira aglomerada. É utilizado em móveis de linhas retas e que não exijam detalhes arredondados. Já o MDF (Médium Density Fiberboard) é um painel utilizado em móveis que necessitem usinagem ou cantos arredondados. A Duratex tem uma grande vantagem competitiva em termos de custos, em função principalmente da sua auto-suficiência em madeira, produto que representa aproximadamente 20% do CPV. Para atender a sua demanda por madeira, a companhia possui aproximadamente 110 mil hectares de terras.

A divisão Madeira representou 66% da receita líquida e 73% do Ebitda da Duratex em 2007. As exportações representaram cerca de 15% do faturamento. As vendas desse segmento são voltadas principalmente ao setor moveleiro, que também atravessa um bom momento, e à construção civil. Conforme pode-se observar na tabela seguinte, a companhia opera a quase plena capacidade, o que justifica o seu plano de expansão, que será abordado mais adiante. Entre os principais concorrentes da divisão madeira estão a Eucatex, Masisa e Satipel. O market share da Duratex em painéis de madeira é estimado em 32%.

Produto	Capacidade instalada	Grau de utilização
Chapa de fibra	360 mil m ³ /ano	99%
MDP	500 mil m ³ /ano	83%
MDF/HDF/SDF	640 mil m ³ /ano	97%
Metais Sanitários	14,4 mi peças/ano	85%
Louças Sanitárias	3,8 mi peças/ano	96%

Fonte: Duratex

DIVISÃO DECA

A divisão Deca atua no segmento de louças e metais sanitários. Nessa divisão inclui-se também a marca Hydra, que produz válvulas de descarga. Em 2007 a receita líquida representou 34% do faturamento e 27% do Ebitda. As vendas ao exterior foram equivalentes a 7% das receitas. Também a divisão Deca opera com altas taxas de utilização da capacidade e por isso haverá ampliações. Os principais concorrentes em metais sanitários são a Docol e a Fabrimar. Em louças sanitárias citamos Roca, Icasa e Ideal Standart. O market share da Duratex nesses dois mercados gira em torno de 40% e 20%, respectivamente.

INVESTIMENTOS

Em função da empresa estar operando com baixa capacidade ociosa, foi anunciado um plano de grandes investimentos em ampliação. No triênio 2007-2009 os investimentos devem somar R\$ 850 milhões. Na divisão Madeira deverão ser desembolsados R\$ 630 milhões no período. Com isso a capacidade de MDF subirá de 640 mil m³/ano para 1.440 mil m³/ano (+125%). Já para a divisão Deca serão direcionados recursos da ordem de R\$ 200 milhões. Com isso a capacidade produtiva de metais sanitários será ampliada em 33% para 19,2 milhões de peças/ano. A capacidade de louças sanitárias terá um incremento de 45%, para 5,48 milhões de peças/ano.

AÇÕES DA DURATEX

As ações da Duratex tem tido um incremento significativo de volume ao longo dos últimos anos. Ao passo que em fev/05 o giro diário situava-se em torno de R\$ 0,6 milhão/dia, em fev/08 seu volume diário girou ao redor de R\$ 35 milhões. Suas ações integram o Ibovespa desde set/07, possuindo atualmente uma participação de 0,8% nesse índice. Os papéis estão no Nível 1 de Governança Corporativa e suas ações preferenciais possuem direito de tag along de 80%. O dividendo mínimo estatutário é de 30%, acima dos 25% exigidos pela legislação.

RISCOS

Vemos como principal risco para a Duratex o grande aumento da capacidade de produção de painéis de madeira nos próximos anos. Além da Duratex, empresas como a Eucatex, Satipel, Masisa e Berneck já anunciaram planos de expansão. Segundo dados da ABIPA (Associação Brasileira da Indústria de Painéis de Madeira) os investimentos no setor deverão somar US\$ 1 bilhão de 2007 a 2010, elevando a capacidade instalada no país de 6 milhões de m³/ano para 10 milhões de m³/ano. Embora a demanda interna venha crescendo a taxas robustas, uma parte dessa nova produção deverá se destinar ao mercado externo, onde as margens são inferiores. Na tabela ao lado visualizamos o crescimento do consumo de MDF no Brasil. Outros painéis de madeira bastante utilizados são ainda o MDP e a chapa de fibra, que tiveram em 2006 um consumo interno de 2,18 milhões de m³ e 303 mil m³, respectivamente.

Ano	Consumo Interno de MDF (m ³ /ano)	Crescimento anual
2000	388.878	
2001	629.059	62%
2002	705.612	12%
2003	1.018.585	44%
2004	1.372.464	35%
2005	1.394.356	2%
2006	1.826.653	31%

Fonte: ABIPA

Outro risco é uma eventual reversão do cenário favorável para o setor de construção civil, o que reduziria a demanda pelos produtos da Duratex. No entanto, essa possibilidade nos parece pouco provável nas atuais circunstâncias. Os custos de energia que representam 9% do CPV da divisão madeira e 3% da divisão Deca devem subir ao longo dos próximos trimestres, visto que a empresa possui parte de sua energia descontratada e os preços no mercado spot subiram bastante. Além disso, contratos de longo prazo serão renovados e deverão ter seus custos elevados. Do ponto de vista da concorrência, as importações não representam uma grande ameaça, visto que o frete tem um peso importante no preço final.

RESULTADOS DA DURATEX

A receita líquida da Duratex em 2007 foi da ordem de R\$ 1,67 bilhão, um incremento de 12% sobre 2006. A divisão Madeira gerou uma receita líquida de R\$ 1,10 bilhão (66% do total), alta de 10% sobre o ano anterior. Os volumes expedidos pela divisão somaram 1.308 mil m³, incremento de 7%. A divisão Deca foi responsável por 34% do faturamento da Duratex, atingindo R\$ 566 milhões, crescimento de 17% sobre 2006. As expedições somaram 15,49 milhões de peças, alta de 11%.

O Ebitda da Duratex foi de R\$ 558 milhões, alta de 22% sobre 2006. Nesse período a margem Ebitda subiu de 30,8% para 33,4%. A divisão Madeira apresentou um Ebitda de R\$ 410 milhões (margem Ebitda de 37,1%) e a divisão Deca teve um Ebitda de R\$ 148 milhões (margem Ebitda de 26,2%). O lucro líquido de 2007 foi de R\$ 319 milhões, uma expressiva melhora quando comparado com os R\$ 226 milhões de 2006.

Em dez/07 a Duratex tinha uma dívida bruta de R\$ 671 milhões. Em contrapartida possuía disponibilidades de R\$ 663 milhões, fazendo com que sua dívida líquida fosse de apenas R\$ 8,0 milhões. Essa situação tranquila permitirá a companhia realizar os grandes investimentos projetados para 2008. Segundo a empresa, os investimentos devem saltar de R\$ 222 milhões em 2007 para um valor em torno de R\$ 600 milhões em 2008.

CONCLUSÃO

As perspectivas para a Duratex nos próximos anos são boas. Isso se deve tanto ao momento favorável ao setor de construção civil como pelo crescimento que a empresa terá. Inclusive a empresa confirmou no conference call dos resultados do 4T07 que a partir de janeiro/08 implementou um reajuste de preços da ordem de 10% na

divisão madeira e de 8% em metais sanitários. Desde out/07 suas ações apresentam uma desvalorização de 43%. Em nossa opinião essa queda está associada aos resultados abaixo das expectativas do mercado no 3T07 e no 4T07, bem como à saída de recursos de investidores estrangeiros da bolsa local (veja na primeira tabela a participação de estrangeiros na Duratex). Acreditamos que a desvalorização recente é exagerada e constitui-se em uma boa oportunidade de entrada em seus papéis. As ações operam com um P/L de 13,8x, FV/Ebitda de 7,9x e P/VPA de 2,9x. Nossa recomendação é de COMPRA.

DEFINIÇÕES DAS RECOMENDAÇÕES:

Compra: estima-se um alto potencial de valorização para o preço das ações.

Atrativo: estima-se um potencial moderado de valorização para o preço das ações.

Neutro: estima-se oscilações pouco expressivas para o preço das ações.

Não Atrativo: estima-se um potencial de queda para o preço das ações.

DISCLAIMER

Nossas indicações são de caráter exclusivamente informativo, expressando opiniões pessoais baseadas em dados fundamentalistas, de forma que não nos responsabilizamos por eventuais perdas de capital do investidor/leitor. A decisão por tipo de investimento é de responsabilidade do cliente. Os dados financeiros foram obtidos através de fontes disponíveis no mercado financeiro, sendo que a Solidus se reserva o direito de fazer eventuais correções, sem prévio aviso. O relatório foi elaborado de forma independente e autônomo, inclusive em relação a Solidus SA CCVM.

O analista responsável pelo presente relatório declara que:

- a) As sugestões (recomendações) aqui mencionadas refletem única e exclusivamente opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente e autônoma inclusive em relação a Solidus SA CCVM;
- b) Não mantém vínculo com qualquer pessoa natural que atue no âmbito das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise no relatório divulgado;
- c) A Solidus SA CCVM não possui em suas carteiras administradas quantidade igual ou superior a 1% do capital social da empresa analisada, e não está envolvida na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado;
- d) Não possui quantia igual ou superior a 5% de seu patrimônio pessoal investido em ações da empresa objeto de estudo, e não está envolvido na aquisição, alienação e intermediação de tais valores mobiliários no mercado;
- e) Não recebe ou recebeu remuneração por serviços prestados ou apresenta relações comerciais com quaisquer das companhias cujos valores mobiliários foram alvo da análise no relatório divulgado, ou pessoa natural ou pessoa jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse desta companhia;
- f) Sua remuneração ou esquema de compensação do qual é integrante não está atrelado às precificações de quaisquer dos valores mobiliários emitidos por companhias analisadas no relatório. O analista esclarece que, assim como outros funcionários da SOLIDUS SA CCVM, recebe bonificações semestrais de acordo com o desempenho da SOLIDUS, mas a sua bonificação está vinculada ao desempenho da Solidus e não com as indicações realizadas.

Maiores Informações – ☎ Ligue 3327-9888

Ouvidoria 0800-724-3031