

# Ouro Fino

6 de abril de 2017

Commodities - Agronegócios

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

## Resultado do 4T16: Negativo. Resultado afetado pelo declínio nas vendas e perda de margens

A Ourofino reportou outro trimestre fraco. A receita líquida atingiu R\$ 98,5 milhões, queda de 40,3% a/a, enquanto o EBITDA Ajustado atingiu R\$ 1,0 milhão (-97,5% a/a). Assim sendo, o 4T16 encerrou com prejuízo de R\$ 9,5 milhões, comparado a um lucro de R\$ 23,8 milhões no 4T15. Devido a uma menor geração de caixa, a dívida líquida cresceu 37,3% a/a, atingindo 6,0x a Dívida Líquida / EBITDA (Ajustado). Embora a geração de caixa operacional no período tenha sido positiva em R\$ 42,2 milhões (+172,1% a/a), esta foi suplantada pelos investimentos de R\$ 86,8 milhões (+55,0% a/a), em grande parte devido à nova fábrica de produtos biológicos. Durante o trimestre, a empresa lançou três novos produtos, todos para aves, ampliando seu portfólio no segmento de animais de produção. Durante o ano, foram efetuados nove lançamentos de produtos. Quando do IPO, o pipeline de lançamentos previsto para 2016 consistia em 16 produtos.

**Contexto operacional.** O ano de 2016 foi marcado por um conjunto de desafios para as empresas da indústria de saúde animal. A desaceleração econômica do país se traduziu em forte competição no mercado de vacinas contra a febre aftosa, bem como apresentou redução de consumo no segmento de animais de companhia. Como resultado, a empresa enfrentou queda nos volumes de vendas e redução nas margens de seus produtos. A seca causada pelo pior El Niño dos últimos 50 anos e a desvalorização da moeda local levaram a drásticos aumentos nos custos dos insumos dos clientes da Ourofino, contribuindo para a deterioração de suas vendas como um todo. Neste sentido, o *management* vem realizando ações visando a retomada da rentabilidade da companhia, tais como: (i) alterações em seu portfólio de produtos, focando em itens com maior tecnologia, valor agregado e melhores margens, (ii) readequação de sua política de vendas, e (iii) incremento do capital de giro.

**Animais de produção.** As vendas do segmento atingiram R\$ 76,6 milhões (-43,3% a/a), representando 77,8% da receita da empresa no período. Em 2016, o segmento apresentou queda de 17,4% a/a, ainda enfrentando os efeitos do excesso de oferta das vacinas contra a febre aftosa. O menor volume de vendas nos mercados de aves/suínos levou à redução dos preços médios dos produtos e margens da empresa no segmento. Três novos produtos para aves foram lançados no período.

**Animais de companhia (Pets).** O segmento apresentou vendas de R\$ 11,6 milhões (-21,1% a/a) e representou 11,8% da receita da companhia no trimestre. No ano, as vendas do segmento caíram 12,7%, afetadas pela queda do poder aquisitivo da população devido ao ambiente econômico local. Outro fator que afetou negativamente o segmento foi o lançamento de produtos por concorrentes, sem equivalente no portfólio da Ourofino.

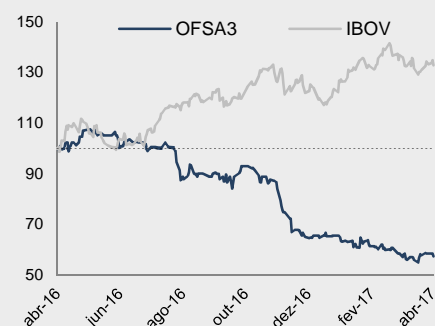
**Operações internacionais.** Registrou vendas de R\$ 10,3 milhões (-30,9% a/a). O segmento respondeu por 10,5% da receita da companhia no 4T16. Em 2016, as vendas cresceram 18,1% em função dos investimentos realizados nos mercados onde atua. No entanto, a desvalorização do peso mexicano e a apreciação do real frente ao dólar afetaram negativamente os ganhos.

**Despesas com vendas, gerais e administrativas.** No 4T16, as despesas operacionais atingiram R\$ 50,2 milhões (-6,5% a/a) e R\$ 207,3 milhões (+3,9% a/a) em 2016. A redução nos desembolsos observada no 4T16 ocorreu de acordo com a estratégia de recuperação de margens da companhia. No entanto, no ano de 2016 estes mostraram elevação de 8,0 p.p. quando comparado ao ano anterior. Desse modo, o EBITDA atingiu R\$ 1,0 milhão no trimestre, queda de 97,5% a/a, e de R\$ 44,4 milhões em 2016, queda de 62,7% a/a.

R\$ milhões	4T16	4T15	a/a	2016	2015	a/a
Receita Líquida	98,5	164,9	-40,3%	456,6	534,0	-14,5%
Lucro Bruto	42,4	87,2	-51,4%	226,1	297,4	-24,1%
Margem Bruta (%)	43,1%	52,9%	-9,8 p.p.	49,5%	55,7%	-6,2 p.p.
EBITDA Ajustado	1,0	39,7	-97,5%	44,4	119,1	-62,7%
Margem EBITDA Aj. (%)	1,0%	24,1%	-23,1 p.p.	9,7%	22,3%	-12,6 p.p.
Lucro Líquido	-9,5	23,9	-139,7%	2,3	69,2	-96,7%
Margem Líquida	-9,6%	14,5%	-24,1 p.p.	0,5%	13,0%	-12,5 p.p.
Dívida Líquida	264,5	192,7	37,3%	264,5	192,7	37,3%
Dív.Liq./EBITDA Ajust.	6,0x	1,6x	4,3x	6,0x	1,6x	4,3x

Fonte: Ourofino e BB Investimentos

OFSA3	Outperform
Preço em 05/04/2017 (R\$)	24,50
Preço-alvo 12/2017 (R\$)	31,00
Upside	26,5%
Valor de mercado (R\$ milhões)	1.321,8
Varição em 1 mês	-2,0%
Varição UDM	-42,6%
Varição 2017	-12,5%
Min. 52 sem. (R\$)	23,50
Máx. 52 sem. (R\$)	46,04



Fonte: Economática e BB Investimentos

**Resultado financeiro.** O atraso na transferência dos recursos do FINEP forçou a Ourofino a contrair empréstimos no mercado a taxas mais elevadas. Foi registrado resultado negativo de R\$ 6,4 milhões (+128,6% a/a) no 4T16 e R\$ 22,2 milhões negativos em 2016 (+109,4% a/a), devido às necessidades de financiamento para a conclusão da planta de biológicos. A dívida líquida aumentou 37,3% a/a, atingindo 6,0x a Dívida Líquida / EBITDA (Ajustado). Embora a planta esteja concluída e em processo de aprovação, não temos expectativas de que a mesma proporcionará maiores contribuições ao processo de desalavancagem da companhia no curto prazo. O atual nível de endividamento deve continuar a consumir o FCF da Ourofino acima dos níveis históricos, especialmente nos próximos dois anos, período que concentra o vencimento de cerca de 71,0% dos empréstimos da companhia.

**Outlook.** Consideramos o resultado do 4T16 da Ourofino como negativo. A queda nas vendas em todos os segmentos da empresa afetou os resultados trimestral e anual. Outros itens que chamaram a atenção foram: (i) nível de endividamento, (ii) dúvidas quanto ao início das atividades da nova unidade, e (iii) prazo de início da obtenção de resultados mais robustos decorrentes do processo de reorganização da empresa. Como positivo, consideramos: (i) foco em produtos com maiores margens, (ii) a redução do capex, devido à conclusão da fábrica de produtos biológicos, (iii) esperada retomada do crescimento econômico brasileiro e (iv) mudanças nas políticas de vendas. Continuamos confiantes no caso de investimento da Ourofino diante das iniciativas da companhia e dos aspectos acima mencionados, mantendo nossa recomendação de *Outperform* para a Ourofino (OFSA3), com preço-alvo de R\$ 31/ação YE17.

## 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.

Analistas	Itens		
	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>	<b>BB Securities - Londres</b>
Fernando Campos	Fernanda Peres Arraes	4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St. London EC2N 1ER - UK +44 (207) 3675800
<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>Managing Director</b> Admilson Monteiro Garcia +44 (207) 3675801
<b>Renda Variável</b>		<b>Deputy Managing Director</b> Selma Cristina da Silva +44 (207) 3675802
<b>Agronegócios</b>	<b>Alimentos e Bebidas</b>	<b>Director of Sales Trading</b> Boris Skulczuk +44 (207) 3675831
Márcio de Carvalho Montes mcmontes@bb.com.br	Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	<b>Head of Sales</b> Nick Demopoulos +44 (207) 3675832
<b>Bancos e Serviços Financeiros</b>	<b>Siderurgia e Mineração</b>	<b>Institutional Sales</b> Annabela Garcia +44 (207) 3675853
Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	Gabriela Cortez gabrielacortez@bb.com.br	Melton Plumber +44 (207) 3675843
Carlos Daltozo daltozo@bb.com.br	<b>Óleo e Gás</b>	Renata Kreuzig +44 (207) 3675833
Kamila Oliveira kamila@bb.com.br	Wesley Bernabé wesley.bernabe@bb.com.br	<b>Trading</b> Bruno Fantasia +44 (207) 3675852
<b>Bens de Capital</b>	<b>Papel e Celulose</b>	Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842
Fabio Cardoso fcardoso@bb.com.br	Gabriela Cortez gabrielacortez@bb.com.br	<b>Head of M&amp;A</b> Paul Hollingworth +44 (207) 3675851
<b>Educação</b>	<b>Imobiliário</b>	
Victor Penna victor.penna@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br	<b>Banco do Brasil Securities LLC - Nova Iorque</b>
<b>Utilities</b>	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br	535 Madison Avenue 34th Floor New York City, NY 10022 - USA (Member: FINRA/SIPC/NFA)
Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br	<b>Varejo</b>	<b>Managing Director</b> Daniel Alves Maria +1 (646) 845-3710
Viviane Silva viviane.silva@bb.com.br	Maria Paula Cantusio paulacantusio@bb.com.br	<b>Deputy Managing Director</b> Carla Sarkis Teixeira +1 (646) 845-3710
	<b>Transporte e Logística</b>	<b>Institutional Sales - Equity</b> Charles Langalis +1 (646) 845-3714
	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br	<b>Institutional Sales - Fixed Income</b> Cassandra Voss +1 (646) 845-3713
<b>Macroeconomia e Estratégia de Mercado</b>	<b>Renda Fixa</b>	<b>DCM</b> Richard Dubbs +1 (646) 845-3719
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br	<b>Syndicate</b> Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717
Rafael Reis rafael.reis@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br	<b>Sales</b> Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715
	<b>Varejo</b>	Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718
	ações@bb.com.br	
<b>Equipe de Vendas</b>	<b>Gerente</b> - Mario D'Amico	<b>BB Securities Asia Pte Ltd - Cingapura</b>
<b>Investidor Institucional</b>	Bruno Henrique de Oliveira	6 Battery Road #11-02 Singapore, 049909
bb.distribuicao@bb.com.br	Fabiana Regina de Oliveira	<b>Managing Director</b> Marcelo Sobreira +65 6420-6577
<b>Gerente</b> - Antonio Emilio Ruiz		<b>Director, Head of Sales</b> José Carlos Reis +65 6420-6570
Bianca Onuki Nakazato		<b>Institutional Sales</b> Paco Zayco +65 6420-6571
Bruno Finotello		Zhao Hao +65 6420-6582
Daniel Frazatti Gallina		
Denise Rédua de Oliveira		
Edger Euber Rodrigues		
Elisangela Pires Chaves		
Fábio Caponi Bertoluci		
Henrique Reis		
Marcela Andressa Pereira		