

# Ouro Fino

23 de janeiro de 2017

## Atualização de Preço: Desafios pela frente, juntamente com novas estratégias

No início de dezembro, a companhia realizou o Ourofino Day em suas instalações na cidade de Cravinhos, no interior do estado de São Paulo. Na oportunidade, a diretoria da empresa apresentou o desempenho ao longo de 2016, bem como a estratégia para os próximos trimestres. Entre as várias questões abordadas, destacaram-se: (i) desafios durante 2016, (ii) aumento do endividamento, (iii) pipeline de lançamentos e (iv) nova fábrica de biológicos.

(i) **Desafios em 2016.** A Ourofino registou queda de 3% nas receitas nos 9M16 em relação ao mesmo período do ano anterior, tendo em vista: (a) o excesso de oferta de vacinas contra a febre aftosa, (b) uma agressiva política de preços, (c) um ambiente econômico desafiador no país, e (d) um menor acesso ao mercado de crédito.

Nesse sentido, foram realizadas várias ações visando a retomada das taxas históricas de crescimento, tais como: (a) simplificação de processos, (b) redução da exposição a setores de baixa rentabilidade, (c) remoção de SKUs, (d) reestruturação da área comercial, e (e) novas políticas comercial e de vendas.

Devido ao ambiente econômico doméstico, as ações da empresa não foram suficientes para superar a situação do mercado da febre aftosa em 2016, mas, a nosso ver, alguma recuperação deve ser esperada a partir de 2017.

(ii) **Elevação do endividamento.** A dívida líquida / EBITDA subiu de 1,5x no 3T15 para 3,0x no 3T16 devido a atrasos do governo na transferência de recursos do FINEP – fundo subsidiado para o desenvolvimento do setor privado –, o que obrigou a Ourofino a contratar operações financeiras junto ao mercado a taxas mais elevadas.

Nesse sentido, destacamos a necessidade da empresa em recuperar seu ritmo histórico de crescimento de vendas, após atingir nível de alavancagem superior ao ano de 2014, eliminando problemas de liquidez em um futuro próximo.

(iii) **Pipeline de lançamentos.** No momento do IPO, o pipeline de lançamentos incluiu 10 para 2015 e 16 para 2016. Observamos que nove produtos foram lançados em 2015 e 10 em 2016, cerca de 37% abaixo das expectativas.

A diretoria afirmou que a empresa possui vários produtos em seu pipeline de lançamentos. No entanto, tais produtos permanecem sob dependência de liberação regulatória para que possam ser efetivamente produzidos. Além disso, a Ourofino pretende transferir algumas de suas linhas de produção para a nova planta de biológicos, o que proporcionará a ampliação do portfólio e lançamentos de famílias completas de produtos.

(iv) **Nova fábrica de biológicos.** Visitamos as novas instalações que serão dedicadas ao desenvolvimento e produção de novos produtos e tecnologias biológicas. Aquelas instalações encontram-se em fase final de conclusão e deverão obter as licenças para funcionamento em janeiro de 2017. Com a liberação da fábrica, a empresa iniciará a transferência de algumas linhas de produtos e, tão logo possua as autorizações, a produção de itens biológicos. O montante desembolsado atingiu cerca de R\$ 90 milhões e a construção está em conformidade com o cronograma estabelecido pela Ourofino.

**Outlook.** Para 2017, acreditamos que a Ourofino deva apresentar melhorias significativas em seus resultados em função de: (i) um melhor cenário para o ambiente econômico doméstico, (ii) uma esperada expansão do crédito, e (iii) produtores dispostos a utilizarem produtos com novas tecnologias visando a elevação da produtividade. Além disso, destacamos as iniciativas da empresa relacionadas a: (i) redução do capex após a conclusão das novas instalações de biológicos, (ii) desenvolvimento de sua própria equipe de vendas na Colômbia, após acordos internos do país, que permitirão a expansão do uso de produtos para saúde animal, e (iii) o fortalecimento da marca no México, Colômbia e Paraguai, com o objetivo de consolidar, no exterior, o *know-how* da Ourofino em saúde animal. Dessa forma, e diante de tais iniciativas, continuamos confiantes na tese de investimento da companhia e elevamos nossa recomendação da Ourofino (OFSA3) para Outperform, com um preço-alvo de R\$31/ação para final de 17.

R\$ milhões	3T16	3T15	a/a	9M16	9M15	a/a
Receita Líquida	125,5	149,4	-16,0%	358,1	369,2	-3,0%
Lucro Bruto	62,6	86,0	-27,3%	183,7	210,2	-12,7%
Margem Bruta (%)	49,9%	57,5%	-7,7 p.p.	51,3%	56,9%	-5,6 p.p.
EBITDA Ajustado	16,5	37,4	-55,8%	43,3	79,4	-45,5%
Margem EBITDA – Aj. (%)	13,2%	25,1%	-11,9 p.p.	12,1%	21,5%	-9,4 p.p.
Lucro Líquido	7,4	18,9	-61,1%	11,7	45,3	-74,1%
Margem Líquida (%)	5,9%	12,7%	-6,8 p.p.	3,3%	12,3%	-9,0 p.p.
Dívida Líquida	237,4	165,1	43,8%	237,4	165,1	43,8%
Dívida Líquida /EBITDA-Aj.	2,9x	1,5x	1,4x	2,9x	1,5x	1,4x

Fonte: Ourofino e BB Investimentos

## Agronegócios

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

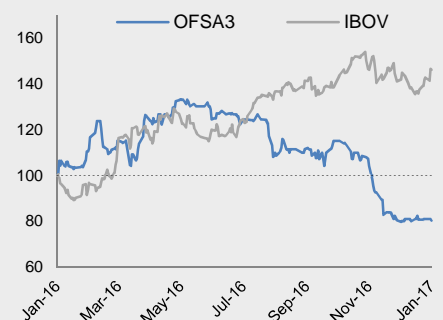
Victor Penna, CNPI  
Analista Chefe  
victor.penna@bb.com.br

OFSA3	Outperform
Preço em 20/01/2017 (R\$)	26,00
Preço-alvo 12/2017 (R\$)	31,00
Upside	19,2%
Valor de Mercado (R\$ milhões)	1,402
Varição 1 mês	-7,1%
Varição UDM	-26,8%
Varição 2017	-7,1%
Min. 52 sem. (R\$)	26,00
Máx. 52 sem. (R\$)	46,04

Valuation	R\$ milhões
Valor da Companhia 2017e	1,808
Dívida Líquida 2017e	-128
Patrimônio Líquido 2017e	1,680
Número de Ações (mil)	53,949
WACC	11,3%
Crescimento na Perpetuidade (g)	3,5%

R\$ milhões	2016E	2017E	2018E
Receita Líquida	523	587	659
EBITDA	85	136	166
Lucro Líquido	46	77	103

Múltiplos	2016E	2017E	2018E
EV/EBITDA	21.4x	13.3x	10.9x
P/E	36.2x	21.9x	16.2x
LPA (R\$)	0.9	1.4	1.9



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

<b>Financiais (R\$ mil)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
Receita Líquida	534.045	522.961	587.450	659.130	732.998
EBIT Ajustado	97.902	67.308	118.759	146.555	177.781
EBITDA Ajustado	118.034	84.691	136.263	166.276	200.049
Dívida Bruta	216.487	202.632	183.587	167.093	152.880
Dívida Líquida	193.107	143.245	128.127	93.905	43.718
Margem Bruta (%)	55,7%	55,5%	55,7%	56,7%	57,7%
Margem EBITDA Ajustado (%)	22,1%	16,2%	23,2%	25,2%	27,3%
Margem Líquida (%)	13,0%	8,9%	13,0%	15,7%	17,9%
ROE (%)	18,2%	11,2%	16,2%	18,7%	20,1%
EV / EBITDA	15,3	21,4	13,3	10,9	9,0
P / L	24,3	36,2	21,9	16,2	12,8
LPA	1,3	0,9	1,4	1,9	2,4
<b>Índices de Estrutura</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
Dívida Curto Prazo / Dívida Total (%)	26%	37%	37%	37%	37%
Dívida / Dívida + Patr. Líquido (%)	36%	33%	28%	23%	19%
Participação Capital de Terceiros (%)	45%	41%	37%	33%	30%
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado	1,6x	1,7x	0,9x	0,6x	0,2x
Dívida Bruta / EBITDA Ajustado	1,8x	2,4x	1,3x	1,0x	0,8x
<b>DRE (R\$ mil)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>Receita Líquida</b>	<b>534.045</b>	<b>522.961</b>	<b>587.450</b>	<b>659.130</b>	<b>732.998</b>
(-) CPV	-236.684	-232.557	-260.352	-285.406	-309.921
<b>Lucro Bruto</b>	<b>297.361</b>	<b>290.404</b>	<b>327.097</b>	<b>373.723</b>	<b>423.078</b>
Despesas Operacionais	-201.500	-224.141	-209.513	-228.486	-246.763
(-) Vendas	-161.618	-183.036	-176.235	-191.148	-205.240
(-) Administrativas	-39.882	-41.105	-33.278	-37.339	-41.523
(-) Outras	2.041	1.046	1.175	1.318	1.466
<b>EBIT Ajustado</b>	<b>97.902</b>	<b>67.308</b>	<b>118.759</b>	<b>146.555</b>	<b>177.781</b>
(+) Resultado Financeiro	-10.635	-8.361	-21.490	-15.261	-11.529
<b>EBT</b>	<b>87.267</b>	<b>58.947</b>	<b>97.269</b>	<b>131.294</b>	<b>166.252</b>
(-) IR + CSLL	-18.060	-12.511	-20.644	-27.865	-35.284
<b>Resultado Líquido</b>	<b>69.207</b>	<b>46.437</b>	<b>76.625</b>	<b>103.429</b>	<b>130.968</b>

Fonte: Ourofino e BB Investimentos

Balço Patrimonial (R\$ mil)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>Ativo</b>	<b>693.371</b>	<b>701.379</b>	<b>754.017</b>	<b>831.535</b>	<b>929.429</b>
<b>Circulante</b>	<b>378.377</b>	<b>367.823</b>	<b>399.885</b>	<b>454.655</b>	<b>527.833</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa	23.380	59.386	55.459	73.189	109.162
Contas a Receber	225.740	189.424	211.151	235.084	259.394
Estoques	109.263	100.476	112.484	123.309	133.900
Impostos a Recuperar	8.491	8.785	9.835	10.782	11.708
Outros Ativos	11.503	9.752	10.955	12.292	13.669
<b>Não Circulante</b>	<b>314.994</b>	<b>333.556</b>	<b>354.133</b>	<b>376.879</b>	<b>401.596</b>
Realizável a Longo Prazo	42.209	44.925	47.759	50.679	53.684
Imobilizado	272.785	288.630	306.373	326.200	347.912
<b>Passivo</b>	<b>693.371</b>	<b>701.379</b>	<b>754.017</b>	<b>831.535</b>	<b>929.429</b>
<b>Circulante</b>	<b>149.994</b>	<b>154.174</b>	<b>160.101</b>	<b>168.858</b>	<b>175.553</b>
Empréstimos e Financiamentos	57.260	75.232	68.161	62.037	56.760
Fornecedores	29.450	25.382	28.512	31.991	35.576
Obrig. sociais, trabalhistas e fiscais	32.791	31.387	36.889	43.221	48.065
Outras obrigações	30.493	22.173	26.540	31.609	35.151
<b>Não Circulante</b>	<b>163.068</b>	<b>131.488</b>	<b>119.772</b>	<b>109.668</b>	<b>101.005</b>
Empréstimos e Financiamentos	159.227	127.400	115.426	105.056	96.120
Outros LP	3.841	4.088	4.346	4.612	4.885
<b>Patrimônio líquido</b>	<b>380.309</b>	<b>415.717</b>	<b>474.144</b>	<b>553.009</b>	<b>652.872</b>

Valor da Companhia 2017E (R\$ milhões)		Premissas do Valuation	
FCFF	1.808	Beta	0,60
Dívida Líquida	-128	WACC	11,3%
Valor para os acionistas	1.680	Taxa livre de risco	5,0%
Número de ações (mil)	53.949	Prêmio de Mercado	4,5%
Valor justo por ação	31,00	Crescimento na perpetuidade	3,5%

### Análise de Sensibilidade

Preço-alvo YE17					
g \ wacc	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
2,5%	33	31	29	27	25
3,0%	35	32	30	28	26
3,5%	37	34	31	29	27
4,0%	38	35	32	30	28
4,5%	41	37	34	31	29

EV/EBITDA 17E					
g \ wacc	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
2,5%	14,2	13,2	12,4	11,7	11,0
3,0%	14,7	13,7	12,8	12,0	11,3
3,5%	15,4	14,3	13,3	12,4	11,6
4,0%	16,2	14,9	13,8	12,9	12,0
4,5%	17,1	15,6	14,4	13,4	12,4

Fonte: Outofino 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.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Márcio de Carvalho Montes			
Victor Penna			

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.

## Administração

**Diretor**  
Fernando Campos

**Gerente Executiva**  
Fernanda Peres Arraes

## Equipe de Pesquisa

**Gerente - Wesley Bernabé** wesley.bernabe@bb.com.br

## Renda Variável

### Equity I

Analista-Chefe – Mário Bernardes Junior

### Equity II

Analista-Chefe – Victor Penna

## Educação

Mário Bernardes Junior  
mariobj@bb.com.br

## Agronegócios

Márcio de Carvalho Montes  
mcmontes@bb.com.br

## Infraestrutura e Concessões

Renato Hallgren  
renatoh@bb.com.br

## Alimentos & Bebidas

Luciana Carvalho  
luciana\_cvl@bb.com.br

## Imobiliário

Daniel Cobucci  
cobucci@bb.com.br

## Materiais Básicos

Victor Penna  
victor.penna@bb.com.br  
Gabriela Cortez  
gabrielaecortez@bb.com.br

## Indústrias e Transportes

Mário Bernardes Junior  
mariobj@bb.com.br  
Fabio Cardoso  
fcardoso@bb.com.br

## Varejo e Consumo

Maria Paula Cantusio  
paulacantusio@bb.com.br

## Equity III

Analista-Chefe – Wesley Bernabé

## Petróleo & Gás e Utilities

Wesley Bernabé  
wesley.bernabe@bb.com.br  
Viviane Silva  
viviane.silva@bb.com.br

## Bancos e Serviços Financeiros

Wesley Bernabé  
wesley.bernabe@bb.com.br  
Carlos Daltozo  
daltozo@bb.com.br  
Kamila dos Santos de Oliveira  
kamila@bb.com.br

## Renda Fixa

Renato Odo  
renato.odo@bb.com.br  
José Roberto dos Anjos  
robertodosanjos@bb.com.br

## Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves  
hmoreira@bb.com.br  
Rafael Reis  
rafael.reis@bb.com.br

## Equipe de Vendas

**Investidores Institucionais:** bb.distribuicao@bb.com.br

**Varejo:** acoes@bb.com.br

**Gerente - Antonio Emilio Ruiz**

Bianca Onuki Nakazato  
Bruno Finotello  
Denise Rédua de Oliveira  
Edger Euber Rodrigues  
Elisangela Pires Chaves  
Fábio Caponi Bertoluci  
Henrique Reis  
Marcela Andressa Pereira

**Gerente - Mario D'Amico**

Bruno Henrique de Oliveira  
Fabiana Regina de Oliveira  
Rodrigo Ataíde Roxo

## BB Securities

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

### 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 Plummer +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

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

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

## BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar, Rio de Janeiro - RJ  
Tel. (+55 21) 38083625 Fax (+55 21) 38083355