

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA



MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO
**IPOs EM UM MERCADO COM CONDIÇÕES ADVERSAS: O CASO OURO
FINO**

Tomás Brandão Souto

Número de matrícula: 1212562

Orientador: Vinicius Carrasco

Professor Tutor: Márcio Gomes Pinto Garcia

Dezembro de 2016

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA



MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**IPOs EM UM MERCADO COM CONDIÇÕES ADVERSAS: O CASO OURO
FINO**

Tomás Brandão Souto

Número de matrícula: 1212562

Orientador: Vinicius Carrasco

Professor Tutor: Márcio Gomes Pinto Garcia

Dezembro de 2016

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e não recorri para realiza-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Tomás Brandão Souto

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor

Agradecimentos

Agradeço a todos aqueles que direta ou indiretamente tornaram possível a conclusão deste trabalho.

Ao meu orientador, Vinicius Carrasco, agradeço pela atenção e ensinamentos, durante a elaboração deste trabalho. Sua disponibilidade dentro e fora da sala de aula foi crucial na confecção desta monografia.

À minha família, a quem devo tudo que sou, agradeço pelo enorme apoio ao longo de toda minha vida. Sem a dedicação, carinho e ensinamentos de ambos, certamente eu não teria chegado até aqui. Em especial, gostaria de agradecer a meu pai por todos os diálogos e sugestões que aprimoraram o resultado do meu trabalho e a minha mãe por ter me dado tanto apoio ao longo desses anos de faculdade.

Agradeço aos membros da Ouro Fino Saúde Animal pela generosidade e vontade de ajudar na concretização deste trabalho. Sem a ajuda dos membros da companhia, a realização dessa monografia certamente não seria possível. Gostaria de destacar aqui minha profunda gratidão à: Jardel Massari, Norival Bonamichi, Dolivar Coraucci Neto, Fabio Lopes Júnior, Kleber Cesar Silveira Gomes e Marcelo Rodrigues.

Por fim, gostaria de agradecer a todos os funcionários, professores e alunos da Pontifícia Universidade Católica que me acompanharam ao longo desses 4 anos.

Sumário

1. Introdução.....	8
2. <i>Initial Public Offers</i>: Uma análise detalhada da operação.....	11
2.1. Definição e História.....	11
2.2. Principais Players e suas funções.....	12
2.3. As etapas da operação.....	14
2.4. Benefícios e Custos da operação.....	15
3. O setor de Saúde Animal.....	18
3.1. Visão Geral.....	18
3.2. Barreiras de Entrada.....	20
3.3. Animais de Produção.....	21
3.4. Animais de Companhia.....	24
3.5. Maiores empresas e transações do setor.....	27
4. Ouro Fino Saúde Animal: Uma visão geral da companhia.....	34
4.1. Breve Histórico e Estrutura Societária.....	34
4.2. Segmentos de atuação.....	36
4.3. Características do negócio.....	40
4.4. Desempenho econômico e financeiro.....	44
5. A Evidência Empírica.....	52
5.1. Contexto.....	52
5.2. Hipóteses do modelo.....	52
5.3. Dados Utilizados.....	54
5.4. Modelo.....	55
5.5. Resultados.....	58
5.6. Conclusão.....	61
6. O IPO da Ouro Fino.....	63
6.1. Fundamentação das bases para o IPO.....	63
6.2. Racional da Operação.....	68
6.3. Características da Oferta.....	69
6.4. As etapas do IPO.....	73
6.5. A Companhia após o IPO.....	79
7. Conclusão.....	83
8. Bibliografia.....	85

Sumário

Lista de Figuras

Figura 1 – IPO Index vs S&P 500.....	9
Figura 2 – Mercado de Saúde Animal (Mundo).....	18
Figura 3 – Mercado de Saúde Animal (Brasil).....	19
Figura 4 – Comparação Mundial entre os mercados de Saúde Animal.....	20
Figura 5 – Animais de Produção (Brasil).....	21
Figura 6 – Crescimento Populacional Mundial.....	22
Figura 7 – Renda Per Capita Mundial.....	22
Figura 8 – Consumo Mundial de Carnes.....	23
Figura 9 – Produtividade do abatimento de gado (Brasil).....	24
Figura 10 – População PETs Mundo vs Brasil.....	25
Figura 11 – Expectativa de Vida (anos).....	25
Figura 12 – Expectativa de Vida (anos).....	26
Figura 13 – % População Idosa.....	26
Figura 14 – As maiores empresas do mundo no setor.....	29
Figura 15 – Ofertas Públicas iniciais no setor.....	30
Figura 16 – Fusões e aquisições no setor.....	33
Figura 17 – Divisão de Animais de Produção.....	37
Figura 18– Divisão de Vendas.....	37
Figura 19 – Divisão de Animais de Produção.....	38
Figura 20 – Divisão de Vendas Animais de Companhia.....	39
Figura 21 – Grau de escolariedade.....	40
Figura 22 – Modelo Comercial.....	43
Figura 23 – Desempenho Financeiro.....	44
Figura 24 – EBITDA.....	45
Figura 25 – Receita Líquida.....	46
Figura 26 – Evolução das despesas administrativas.....	47
Figura 27 – Análise do Capital de Giro.....	48
Figura 28 – Investimentos em P&D e CAPEX.....	50
Figura 29 – Evolução do Endividamento.....	51
Figura 30 - Fonte dos dados.....	55

Figura 31 – Série Histórica dos dados.....	55
Figura 32 – Tabela 1 de resultados.....	58
Figura 33 – Tabela 2 de resultados.....	59
Figura 34 – Tabela 3 de resultados.....	60
Figura 35 – Tabela 4 de resultados.....	61
Figura 36 – Resultado Financeiro anos Pré IPO.....	66
Figura 37 – Informações da oferta (tabela 1).....	70
Figura 38 – Informações da oferta (tabela 2).....	71
Figura 39 – Informações da oferta (tabela 3).....	72
Figura 40 – Informações da oferta (tabela 4).....	74
Figura 41 – Estrutura societária Antes e Depois do IPO.....	75
Figura 42 – Faixa de Preços usados no IPO.....	78
Figura 43 – Distribuição do ativo por tipo de investidor e geografia.....	78
Figura 44 – Comparação do passivo e do PL antes e depois da operação.....	80
Figura 45 – Desempenho da ação vs Ibovespa.....	82

1. Introdução

Ao longo das últimas décadas, o mercado financeiro vem se desenvolvendo e ganhando cada vez mais importância no mundo. A globalização aprofundou a integração econômica entre os países e permitiu que os fluxos de capital entre os mesmos se tornasse cada vez mais intenso. O mercado financeiro tem um papel crucial na distribuição desses fluxos de capital. Através dele, é possível que haja a migração de recursos de forma direta ou indireta entre agentes deficitários e superavitários. Enquanto o segundo grupo tem recursos em poupança e deseja investi-los, o primeiro necessita desse capital para consumo ou investimento. Os mercados financeiros atuam interligando os dois grupos, sendo assim fundamental para a sociedade.

A distribuição desses fluxos de capital pode ser viabilizada de duas maneiras: Dívida ou capital próprio. A capitalização via dívida normalmente ocorre através de empréstimos bancários ou títulos de dívida. Enquanto isso, o financiamento via capital próprio pode ser feito através de negociações bilaterais com investidores ou mesmo através de ofertas públicas iniciais. Cabe a diretoria da companhia implementar a combinação de dívida e capital próprio adequada para a companhia, obtendo assim a melhor estrutura de capital.

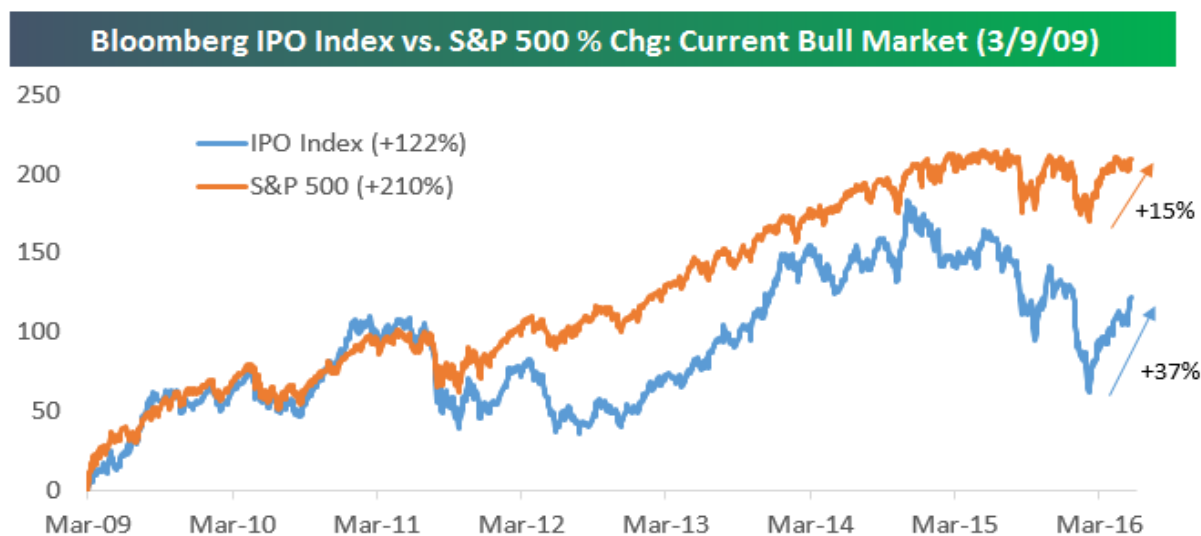
Nas últimas décadas, uma dessas fontes de financiamento ganhou notória importância. Essa operação é conhecida como IPO (*Initial Public Offering*). Um IPO é um tipo de oferta pública no qual uma empresa emite ações na bolsa de valores pela primeira vez e as mesmas são vendidas a investidores institucionais. Através desse processo, o público passa a ter o direito de transacionar essas ações. O dinheiro aportado pelos investidores no IPO pode ter diferentes finalidades, que serão exploradas na próxima seção.

A realização de um IPO é um momento crítico e talvez um dos mais importantes na história de uma companhia (HELWEGE & PACKER, 2003). Uma oferta pública bem sucedida agrega valor para os acionistas da companhia, além de possibilitar a expansão das atividades operacionais da companhia e de seus resultados financeiros. No entanto, um IPO mal sucedido pode representar uma enorme perda de valor aos acionistas, podendo determinar até mesmo o fim da companhia.

Companhias com bons fundamentos e resultados financeiros consolidados tendem a realizar IPOs bem sucedidos, aumentando o seu valor intrínseco. No entanto, os fundamentos da companhia não são a única variável determinante em uma oferta pública inicial, as condições macroeconômicas também tem grande influência (AMEER, 2012).

De acordo com a teoria econômica, em períodos de crescimento econômico, o “apetite ao risco” por parte dos investidores é menor e, portanto, a demanda por ativos mais arriscados é maior (BENNOURI & FALCONIERI, 2005).

Figura 1 – IPO Index vs S&P 500



Fonte: Bloomberg

Essa relação pode ser verificada através do gráfico acima, que demonstra a relação entre o IPO Index, Índice que mede a quantidade de IPOs nos EUA e o S&P, Índice que mede o desempenho das 500 maiores empresas dos EUA. Verifica-se que há elevada correlação entre as duas variáveis, ou seja, empresas tendem a realizar IPOs em períodos de valorização da bolsa de valores (RYDQVIST & HOGHOLM, 1995)

O objetivo desse trabalho é analisar o caso da Ouro Fino Saúde Animal, que realizou o único IPO do ano de 2014 no Brasil. Naquele ano, o Brasil apresentava elevados índices de inflação, contas públicas deterioradas e altos déficits no balanço de pagamentos. A bolsa de valores refletia o “mau humor” do investidor, apresentando alta volatilidade e constante depreciação. Além disso, havia ainda as eleições presidenciais, que resultavam em uma elevada incerteza política.

Em meio a um cenário macroeconômico desafiador, a Ouro Fino Saúde Animal realizou sua oferta pública inicial no dia 21 de outubro de 2014, entre o primeiro e o segundo turno das eleições presidenciais. A oferta foi muito bem recebida pelo mercado, de forma que a demanda pelo ativo foi 5 vezes superior a oferta disponível. Desde a data do IPO até 30 de junho de 2016, o ativo valorizou em cerca de 63% enquanto o índice Ibovespa desvalorizou cerca de 10%. Sendo assim, o autor obteve enorme motivação de

analisar o caso e entender como essa companhia conseguiu obter resultados tão expressivos em um cenário de mercado tão adverso.

2. *Initial Public Offers* – Uma análise detalhada da operação

2.1. Definição e história

Os IPOs (*Initial Public Offers*) são conceituados pela doutrina societária como as “Ofertas mediante as quais uma companhia fechada acessa o mercado pela primeira vez, promovendo a distribuição pública de valores mobiliários de sua emissão” (EIZIRIK et Al, 2015).

Dessa forma, o IPO nada mais é do que uma oferta pública, na qual uma companhia emite ações, colocando-as à disposição dos investidores, no mercado de valores mobiliários, pela primeira vez. Diz-se, portanto, que, a partir daí, as companhias passam a ter seu “capital aberto”, e o público passa a ter o direito de transacionar essas ações no ambiente organizado das bolsas de valores.

A primeira oferta pública inicial foi feita por uma empresa Indiana em 1602, a Dutch East Company (PHUNG, 2013). Até então e considerando que os dogmas cristãos dominavam, segundo Tomás de Aquino, o lucro deveria ser “justo e moderado” e o comércio só podia ser feito na medida em que atendessem a uma utilidade pública.

A partir desse período, diversas transformações políticas e econômicas aconteceram e a importância do comércio começou a aumentar gradualmente. A riqueza passou a ser medida pela quantidade de capital (ouro e prata) que cada país possuía, e como sua acumulação dependia do volume de exportações, essa riqueza relacionava-se diretamente a do grau de abertura da economia. A expansão do comércio dependia de novas formas de financiamento e, por essa razão, os investidores e as empresas passaram a demandar cada vez mais produtos e operações financeiras, contribuindo para o desenvolvimento do sistema financeiro como um todo.

No caso da Dutch East Company, essa empresa era responsável pelo comércio de *commodities* entre a Europa e a Ásia. O aumento da demanda por *commodities* Indianas, como a pimenta, alinhado ao desenvolvimento da indústria naval global possibilitou que a empresa registrasse elevadas taxas de crescimento nesse período (PHUNG, 2013). Foi assim que, para financiar suas operações, a empresa buscou captar recursos de investidores através de uma oferta pública inicial, caracterizando assim o primeiro IPO da história. Captou-se um montante equivalente a US\$ 3.212.294,00 a valor presente, e que, na medida em que não existiam bancos de investimento, a operação foi assessorada por bancos comerciais.

Até meados do século XIX, poucos IPOs foram feitos. Não existiam bancos de investimento nos Estados Unidos para intermediar investidores e firmas e a venda de ações em ofertas públicas era feita diretamente entre empresas e investidores. Isso era possível, pois os centros urbanos eram muito menores, de forma que havia certa familiaridade entre os dois grupos. Além disso, o sistema financeiro era extremamente desregulamentado, permitindo às firmas uma seleção de quais informações seriam divulgadas. As companhias também escolhiam para quem cada informação seria divulgada, de forma que certas vezes alguns investidores tinham informações detalhadas do negócio, enquanto empresas concorrentes não recebiam a mesma informação.

Segundo Caroline Fohlin, durante a guerra de secessão, os gastos governo americano aumentaram vertiginosamente e assim a demanda por capital também cresceu. Nesse contexto, surgiram os primeiros bancos de investimento para intermediar o fluxo de capital os entre investidores, as firmas e o governo.

Por sua vez, o período posterior à guerra foi marcado por elevadas taxas de crescimento econômico, com o desenvolvimento de ferrovias, da indústria de mineração e da indústria pesada de modo geral. Nessa conjuntura, a demanda por capital aumentou e o sistema financeiro se desenvolveu. Com essas mudanças, os bancos de investimento passaram a atuar como *underwriters* em ofertas públicas iniciais, sendo responsáveis pela assessoria financeira (*Advisory*) e pela compra de ações da empresa e posterior revenda aos investidores. Sob um sistema financeiro desregulamentado, os bancos passaram a oferecer cada vez mais serviços ao público, tornando a indústria mais importante (FOHLIN, 2014).

2.2. Principais *Players* e suas funções

Segundo Sonny Allison, Chris Hall e David McShea, são muitos os *player* em uma oferta pública, razão pela qual se faz necessário não apenas defini-los, mas também destrinchar suas principais funções.

Normalmente, as políticas de gestão, bem como estratégias de longo prazo que serão seguidas pelas companhias são definidas pelo Conselho de Administração, sendo executadas pelos membros da Diretoria Executiva.

No caso do IPO, contudo, por se tratar de operação que contempla a emissão de ações, a Lei n. 6.404/76 determina que a operação seja aprovada pela maioria dos

acionistas, reunidos em assembleia geral, os quais autorizam, então, a Diretoria Executiva a praticar todos os atos necessários a sua efetivação.

Além de estruturar a operação e submetê-la as acionistas, os administradores também devem prover todas as informações necessárias não apenas para o registro da sociedade como companhia aberta perante a CVM, mas também da própria oferta, nos termos exigidos pela Instrução CVM nº 400/09.

Nesse processo, a administração costuma contratar os serviços de terceiros, como escritórios de advocacia, os *underwriters* e os auditores independentes,

Os escritórios de advocacia são responsáveis por elaborar os documentos da operação, bem como auxiliar as companhias a cumprirem com as exigências formuladas pela regulamentação. No Brasil, normalmente são contratados escritórios pela própria companhia e pelos *underwriters*, sendo necessário, inclusive, caso a emissão venha a ocorrer concomitantemente no exterior, consultores jurídicos externos. Desempenham, assim, papel crucial, pois devem avaliar grande quantidade de informações e elaborar os documentos que respaldem a operação juridicamente.

Os *underwriters*, por seu turno, são, na prática, os bancos de investimento, que exercem as funções de (i) *advisory*, consistente na assessoria financeira, através de avaliações do valor intrínseco da companhia e seu preço alvo; e (ii) *sales*, na medida em que adquirem as ações da empresa, revendo-as, em seguida aos investidores institucionais. Um *underwriter* pode ainda adquirir ações da companhia para seus próprios fundos de investimento, desempenhando nesse caso uma função de *asset manager*.

Os auditores independentes, enfim, são responsáveis pela avaliação das demonstrações financeiras na data de encerramento do exercício social, bem como daquelas elaboradas especialmente para os fins do registro da companhia perante a CVM. Um bom auditor contribui para a qualidade do IPO, na medida em que confere maior credibilidade ao *valuation* elaborado, colaborando para o fortalecimento da confiança dos usuários das demonstrações naquelas informações.

Na seara regulatória, é importante destacar o papel da CVM, autarquia de regime especial vinculada ao Ministério da Fazenda e responsável por regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários. Além de conceder o registro de companhia aberta às sociedades que pretendam abrir seu capital – apenas as companhias registradas perante a CVM podem ofertar títulos publicamente, essa autarquia também registra a própria oferta de ativos. É, portanto, responsável pela proteção do investidor e manutenção da

integridade do mercado financeiro, garantindo, assim, que todas as informações foram devidamente divulgadas e que os participantes da operação estão cientes de seus riscos.

Por fim, convém ressaltar o papel dos investidores institucionais, que constituem um grupo formado por fundos de pensão, *mutual funds*, bancos de investimento, *hedge funds*, etc, e, em média, transacionam mais de 70% (setenta por cento) das ações. As ações remanescentes costumam ser transacionadas por investidores de varejo (pessoa física), que compram ações em seu próprio nome, e normalmente em menores quantidades, através das corretoras de valores mobiliários.

2.3.As Etapas da operação

Esse processo demanda bastante de seus participantes e pode demorar até seis meses entre o período que a companhia escolheu seu *underwriter* até as ações estarem listadas na bolsa.

A escolha de um banco de investimento para exercer o papel de *underwriter*. Durante esse período, alguns bancos irão concorrer e os *valuations* feitos por cada instituição serão discutidos.

1. Após a escolha do banco, os participantes do IPO elaboram o prospecto da operação e os documentos para registro. Nessa etapa, uma extensiva diligência da empresa será feita por advogados e *underwriters*. Deve haver a concordância no conteúdo do material entre os diretores da empresa, *underwriters*, auditores e advogados. Ao fim dessa etapa, os documentos serão entregues na CVM para que sejam revisados.
2. Em um intervalo de até trinta dias, a CVM irá retornar comentários com maiores requisições e dúvidas. Assim, o prospecto entregue será alterado visando atender as novas demandas.
3. Essa etapa é chamada de *roadshow*. Durante esse período, os diretores da empresa e os membros dos bancos contratados irão realizar uma série de apresentações nos principais centros financeiros mundiais da operação a investidores institucionais, como fundos de pensão, *hedge funds*, seguradoras, *mutual funds*, etc. O objetivo dessa etapa é “vender” a operação ao máximo de investidores possível.
4. Caso haja mais algum comentário ou requisição da CVM, novas mudanças nos documentos serão feitas. Caso contrário, é estabelecida uma data para a realização da operação. Nesse período, os diretores da empresa e o *underwriter* já fizeram o

roadshow e tem conhecimento do tamanho do interesse dos investidores pela empresa. Assim, eles estabelecem um preço de oferta e assinam um acordo. Essa data é conhecida nos Estados Unidos como “*Effective Date*”

5. Quando as transações começam, o *underwriter* irá informar aos investidores sobre a empresa com frequência através de relatórios de *sell side*. Além disso, se o preço da ação ficar abaixo do valor de oferta estabelecido, ele comprar ações da empresa para equalizar seu preço.

2.4. Benefícios e Custos da Operação

2.4.1. Benefícios da Operação

Há muitos motivos que levam as companhias ao processo chamado “abertura de capital”. Dentre a literatura revisada, dois deles merecem ter importância destacada.

O primeiro deles é a necessidade de caixa para financiar investimentos correntes ou futuros. Através da oferta pública inicial, uma companhia consegue captar recursos para expandir suas atividades operacionais e assim manter seu crescimento. A capitalização via IPO é uma alternativa à fontes de financiamento tradicionais, como a dívida bancária e inclusive pode trazer o benefício de melhorar a estrutura de capital da companhia (MATEICIUC, 2009). Vale ressaltar que após o IPO, a companhia pode fazer novas ofertas públicas (*Follow On*) sempre que julgar necessário e assim se capitalizar novamente.

O segundo motivo é o aumento de liquidez por parte dos acionistas (PAGANO et al, 1993). Companhias de capital fechado possuem liquidez muito restrita, que fica limitada a negociações com uma única contra parte, como fundos de *private equity*. Em contrapartida, acionistas de empresas listadas na bolsa de valores tem a liberdade para se desfazer de suas ações a qualquer momento, o que pode representar uma grande vantagem aos mesmos.

Há outros motivos que influenciam a decisão de ir a público. Um deles é a possibilidade da empresa utilizar suas ações como meio de pagamento na aquisição de novas empresas. Em algumas aquisições, a empresa que está adquirindo não tem capital suficiente para concluir a transação, portanto necessita de financiamento para concluir a mesma. Porém nem sempre os bancos estão dispostos a emprestar o montante suficiente e tendo capital aberto, a empresa pode usá-lo como meio de pagamento.

Outro motivo é a possível redução no custo da dívida e a consequente melhora na estrutura de capital. Conforme abordado acima, empresas de capital aberto podem se capitalizar via *equity*, se tornando menos dependentes dos bancos. Além disso, elas são obrigadas a divulgar maior quantidade de informações financeiras através de seus balanços, diminuindo assim a assimetria de informações entre os investidores e a empresa. A redução na assimetria de informações aliado ao aumento do poder de barganha com os credores tende a reduzir o custo da dívida da companhia e assim melhorar seu custo de capital (PAGANO et Al, 1993).

Pode-se destacar ainda a melhora da governança corporativa. Empresas de capital aberto são obrigadas a cumprir uma série de medidas em sua estrutura corporativa. Algumas dessas medidas são as criações de conselhos de administração e fiscal. Esses conselhos permitem que as decisões da empresa sejam tomadas em assembleias, formadas por um conjunto de acionistas, atendendo assim o interesse da maioria.

2.4.2. Custos da Operação

Os pontos apresentados acima sustentam as vantagens na realização de uma oferta pública. No entanto, esse tipo de operação também tem algumas desvantagens. Primeiramente, a empresa tem diversos custos para realiza-la, como *underwriting fees*, custos de auditoria, custos de *Due Diligence*, taxas de registro, etc (RITTER & WELCH, 1987). Esses custos não costumam variar de maneira significativa, de modo que empresas que realizam ofertas pequenas são penalizadas, pois pagam um valor semelhante a ofertas de grande porte tendo menos condições financeiras.

A obrigação de divulgar informações particulares da companhia também pode ser visto como outro custo incorrido pela empresa. Publicando informações particulares do negócio, como estratégias comerciais ou produtos relacionados à Pesquisa e Desenvolvimento, empresas concorrentes podem ser beneficiadas (CAMPBELL, 1979).

Outra questão crucial é a seleção adversa da operação, como destaca (MYERS e MAJLUF, 1984). De acordo com os autores, a emissão de ações em uma oferta secundária pode ser interpretada pelos investidores como uma tentativa por parte dos acionistas de liquidar o *equity* da empresa. Como investidores são racionais, eles antecipam isso e oferecem um valor unitário menor para as ações. Esse processo pode impedir a ocorrência do IPO ou ter um efeito de *underpricing*. Vale ressaltar que quanto menor a assimetria de informações entre os investidores e acionistas, menor a probabilidade de seleção adversa.

Uma comunicação transparente entre os dois grupos é fundamental para que a operação tenha sucesso.

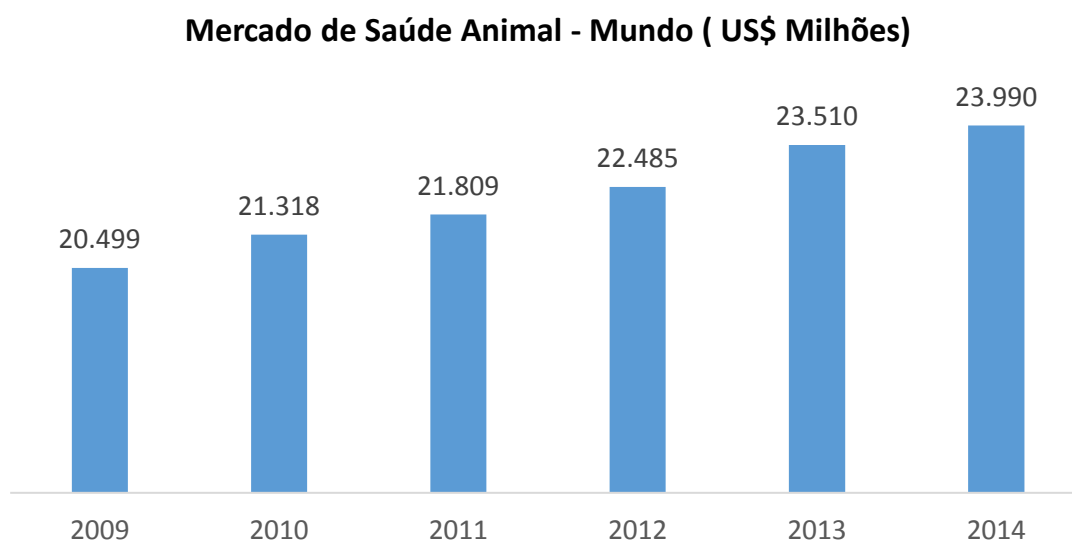
Um IPO pode ainda afetar severamente a relação dos antigos sócios com a companhia. Em diversos casos, a estrutura societária da companhia passa por mudanças significativas, onde os antigos sócios passam a deter uma fração muito menor das ações da companhia. Segundo Jensen e Meckling (1976), essa dispersão pode reduzir os incentivos dos sócios, impactando assim a performance da companhia em relação ao período pré IPO.

3. O Setor de Saúde Animal

3.1. Visão Geral

A indústria de saúde animal, que consiste na fabricação e comercialização de medicamentos veterinários destinados a animais de produção e animais de companhia (pets), é um setor global em crescimento. Segundo dados divulgados pela Vetnosis, no final de 2015, o mercado global de saúde animal atingiu receitas de aproximadamente US\$ 25,2 Bilhões com crescimento entre 4% e 5% projetado para os próximos cinco anos.

Figura 2 – Mercado de Saúde Animal (Mundo)



Fonte: Vetnosis

Nos últimos anos, tem-se observado um aumento cada vez maior na demanda por proteína animal e laticínios na alimentação da população mundial. Esse aumento é explicado por diversos fatores, tais como:

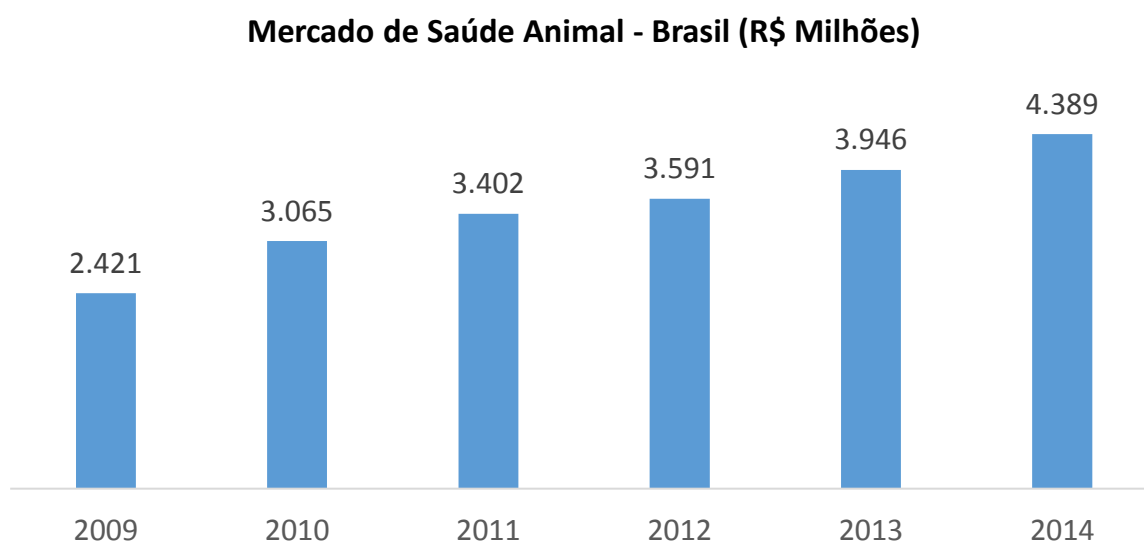
- Aumento populacional
- Crescimento da renda per capita mundial
- Maior número de estudos que orientam o consumo de proteína animal

Para atender o acesso da população a proteínas e laticínios em uma escala cada vez maior, a utilização de produtos veterinários é cada vez mais necessária e recorrente. Através desses produtos, é possível minimizar o contágio dos animais por doenças e assim aumentar a eficiência no processo de criação dos bichos.

Além do segmento de animais de produção, o crescimento de animais de companhia (pets) é um destaque dos últimos anos. O desenvolvimento da medicina veterinária busca acompanhar o aumento de animais domésticos e conseqüentemente da demanda por tratamentos médicos, como vacinas e outros tipos de medicina.

Segundo dados divulgados pela Vetnosis, o Brasil é um destaque no mercado de saúde animal, ocupando a terceira posição no ranking mundial em termos de volume de vendas. O país vem demonstrando forte crescimento de receitas desde 2009, obtendo uma taxa composta de crescimento anual de 10,56% .

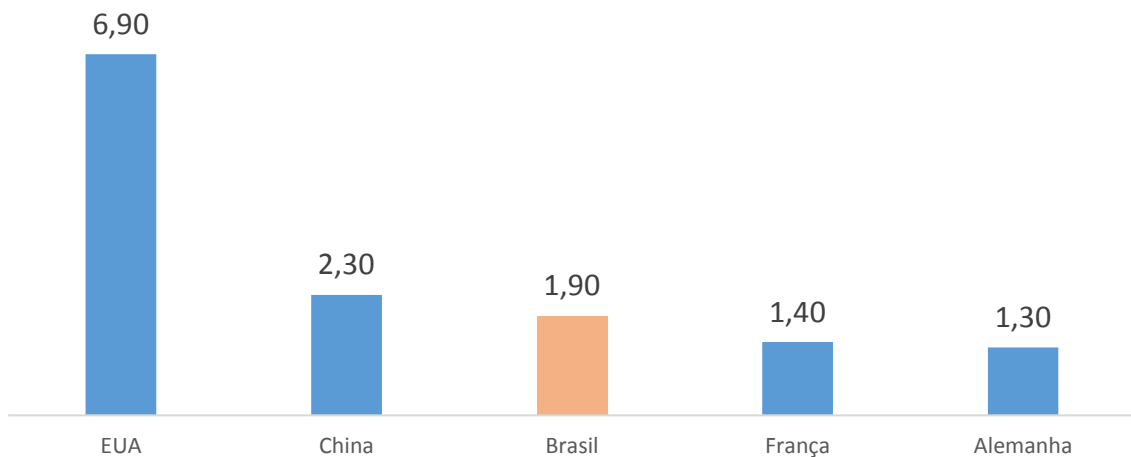
Figura 3 – Mercado de Saúde Animal (Brasil)



Fonte: SINDAN

Figura 4 – Comparação Mundial entre os mercados de Saúde Animal

Mercado de Saúde Animal (US\$ Bilhões)



Fonte: Vetnosis (ano 2014)

3.2. Barreiras de Entrada

O mercado de saúde animal é marcado por diversas barreiras para a entrada de novos participantes. A entrada de novos *players* envolve um processo longo e oneroso, fortalecendo a consolidação dos participantes que já se encontram nesse mercado. De acordo com informações divulgadas no formulário de referência da Ouro Fino, as principais barreiras de entrada são:

- Registro do produto: Para fabricar um novo produto, a companhia deve ter uma fábrica totalmente operacional. Em média, demora-se quatro anos para ter um produto registrado
- Rede de distribuição de vendas: O sucesso dos produtos requer uma rede de distribuição sólida, com profissionais qualificados e que esteja presente em todo o território nacional
- Produtos: O desenvolvimento de novos produtos, bem como o aprimoramento de produtos já existentes requer tempo longo pelos participantes que já se encontram no mercado. Novos entrantes devem obter um portfólio diversificado de produtos, além de adaptá-lo ao mercado brasileiro
- Marcas: A força da marca e a presença de clientes fiéis são características fundamentais para que os produtos tenham sucesso

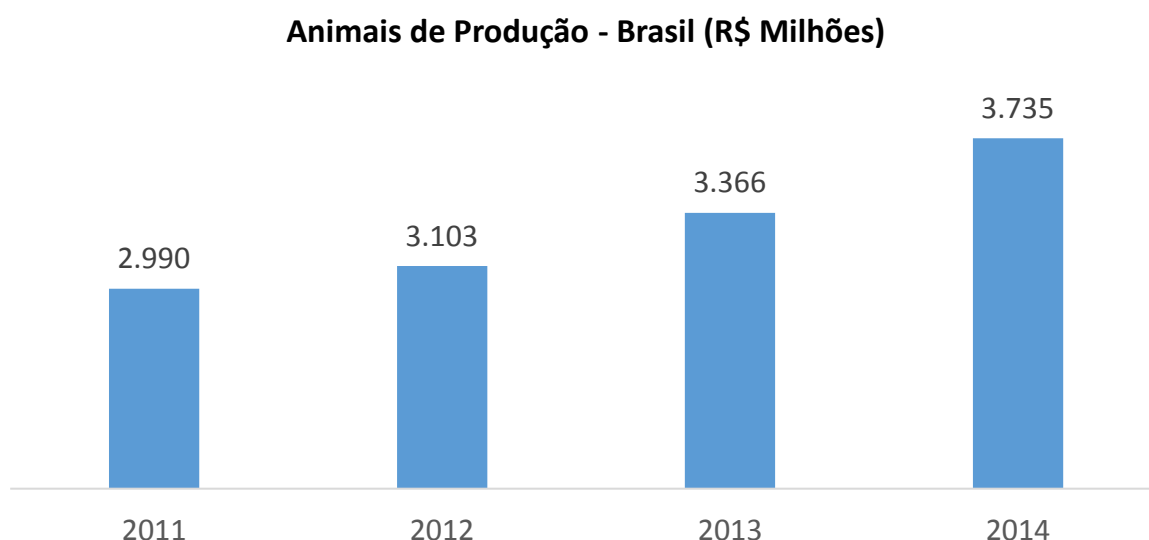
- Contexto regulatório: O Ministério da Agricultura determina uma série de normas e regulamentos, conhecidos como “Boas Regras de Produção”. Novos entrantes devem incorporá-las aos seus produtos.

3.3. Animais de Produção

Segundo dados divulgados pela Sindan, esse segmento representa cerca de 85% do mercado nacional de saúde animal, com receitas de aproximadamente R\$ 3,7 bilhões em 2014. Esse mercado compõe ruminantes (gado de corte, leite, ovinos e caprinos), aves, equinos e suínos.

Seus níveis de produção aliados à sua qualidade são essenciais para atender o crescente aumento de demanda em escala global. O nível de exigência e regulação em relação às barreiras fitossanitárias pelos países que importam proteína animal e laticínios é cada vez maior, demandando produtos veterinários com maior qualidade. Esse segmento obteve crescimento elevado no Brasil ao longo dos últimos anos, conforme o gráfico abaixo:

Figura 5 – Animais de Produção (Brasil)



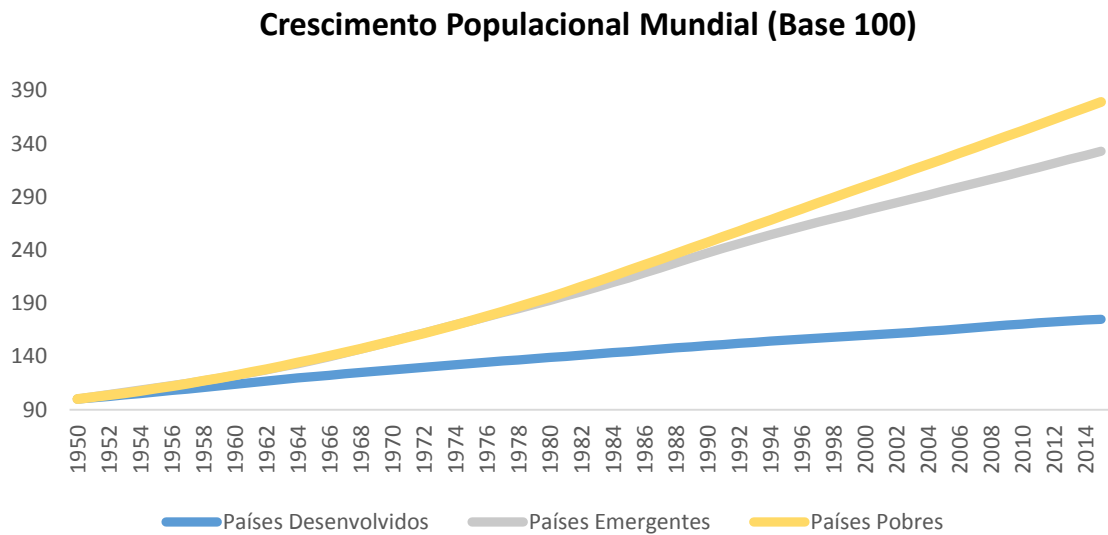
Fonte: SINDAN

Os principais fatores que direcionaram esse crescimento são:

- Aumento do consumo de proteína animal e laticínios
- Aumento de produtividade no abatimento de gado

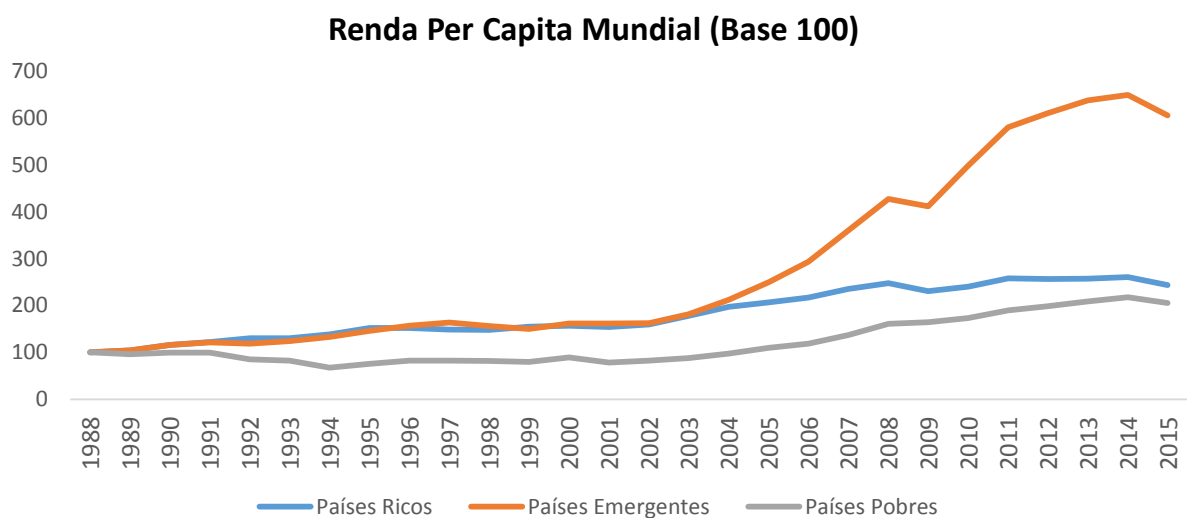
- Crescimento da população mundial e de seus padrões de vida, principalmente em países emergentes

Figura 6 – Crescimento Populacional Mundial



Fonte: *Department of Economics and Social Affairs*

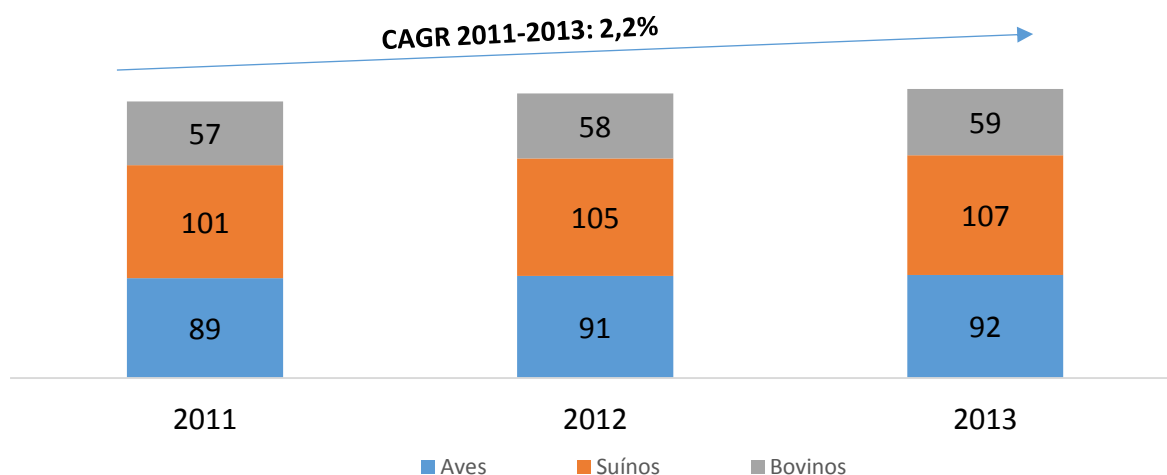
Figura 7 – Renda Per Capita Mundial



Fonte: **Banco Mundial**

Figura 8 – Consumo Mundial de Carnes

Consumo Mundial de Carnes (Milhões de Toneladas)



Fonte: USDA

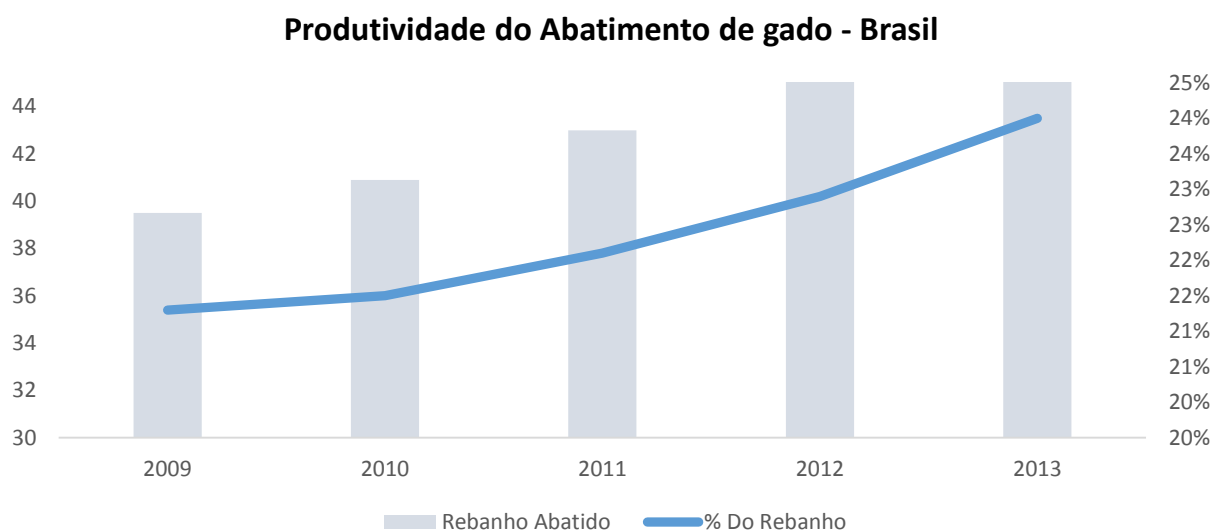
Os três gráficos acima demonstram os principais fatores que tem impulsionado o crescimento do segmento de animais de produção ao longo das últimas décadas. Os últimos cinquenta anos foram marcados por um processo de intensa urbanização principalmente em países emergentes, dado que os países desenvolvidos passaram por tais transformações anteriormente. Esse desenvolvimento tardio culminou em um enorme crescimento populacional, bem como um forte aumento na renda per capita.

A presença de uma população bem maior e com uma disponibilidade de recursos muito superior, faz com que o consumo de proteínas seja cada vez maior. Segundo dados da USDA, o consumo de carne global cresceu a uma taxa de 2,2% entre 2011 e 2013 e deve crescer a uma taxa de 3,6% entre 2013 e 2018.

O Brasil se destaca na produção de carnes, obtendo a quarta colocação no ranking mundial em termos de volume produzido e com um *Market share* de aproximadamente 10%. Vale ressaltar que a produção de leite também é um destaque no Brasil. Entre os anos de 2000 e 2010, a taxa de crescimento na produção de leite no Brasil foi de 21,2% contra 16,2% nos Estados Unidos.

Além dos componentes que impulsionam o segmento de animais de produção via demanda agregada, também houve aumentos significativos na produtividade do abatimento de gado e na maximização do uso do espaço para a produção animal. Segundo dados divulgados pela Vetnosis, enquanto nos Estados Unidos, a proporção do rebanho abatido sob o rebanho total manteve-se constante entre 2009 e 2013, no Brasil houve uma melhora em cerca de 3%.

Figura 9 – Produtividade do abatimento de gado (Brasil)



Fonte: Vetsosis

3.4. Animais de Companhia

O segmento de animais de companhia é composto por animais domésticos, onde há os seguintes grupos:

- Cães
- Gatos
- Outros (Peixes, aves, pequenos mamíferos, etc)

Apesar de ainda representar apenas 15% do setor de saúde animal no Brasil, esse segmento vem crescendo a taxas superiores ao de animal de produção no Brasil e no mundo. Além da população ter condições financeiras cada vez melhores para criar animais de estimação, seu envelhecimento aliado a uma taxa de fertilidade cada vez menor propiciam gastos cada vez maiores com animais domésticos.

Como se pode observar na tabela abaixo, o Brasil é um grande destaque nesse segmento. O país concentra a segunda maior população de cães e gatos do mundo, além de ser o país com a quarta maior população de animais de companhia, detendo 132,5 milhões do total de 1,56 bilhões existentes em todo o globo.

Figura 10 – População PETs Mundo vs Brasil

Animal	População Mundial (Milhões)	População Brasileira (Milhões)
Cães	360,8	52,2
Gatos	271,9	22,1
Peixes	655,8	18,1
Aves	205,2	37,9
Répteis e Pequenos	70,5	2,2
Mamíferos		
Total	1.560,2	132,5

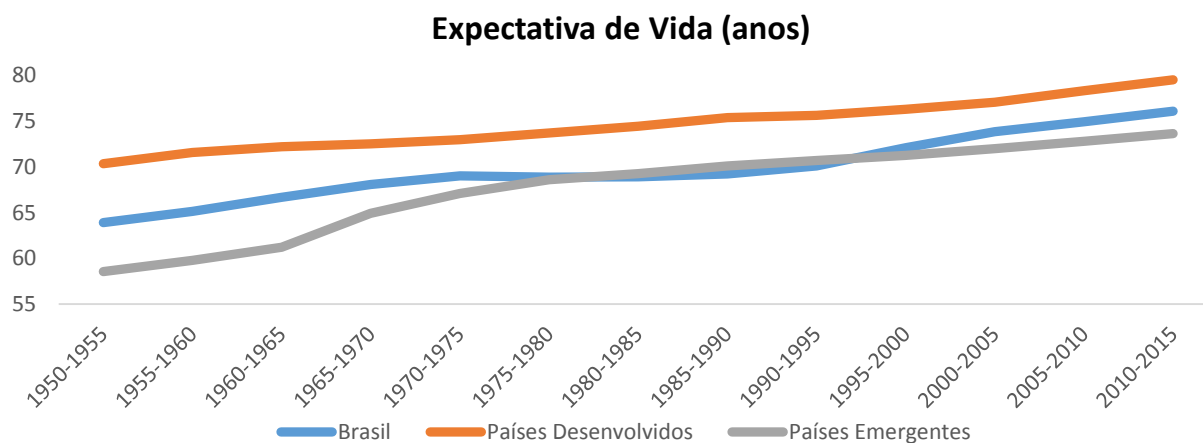
Fonte: ABINPET

De acordo com a Pesquisa Nacional de Saúde do IBGE realizada em 2013, existem mais cachorros de companhia do que crianças nos domicílios brasileiros. Em cerca de 45% de todas as casas brasileiras, há pelo menos um cachorro presente. Segundo dados do SINDAN, essa presença é cada vez maior, com o crescimento médio do segmento em aproximadamente 18% nos últimos cinco anos.

O crescimento do segmento é explicado por alguns fatores:

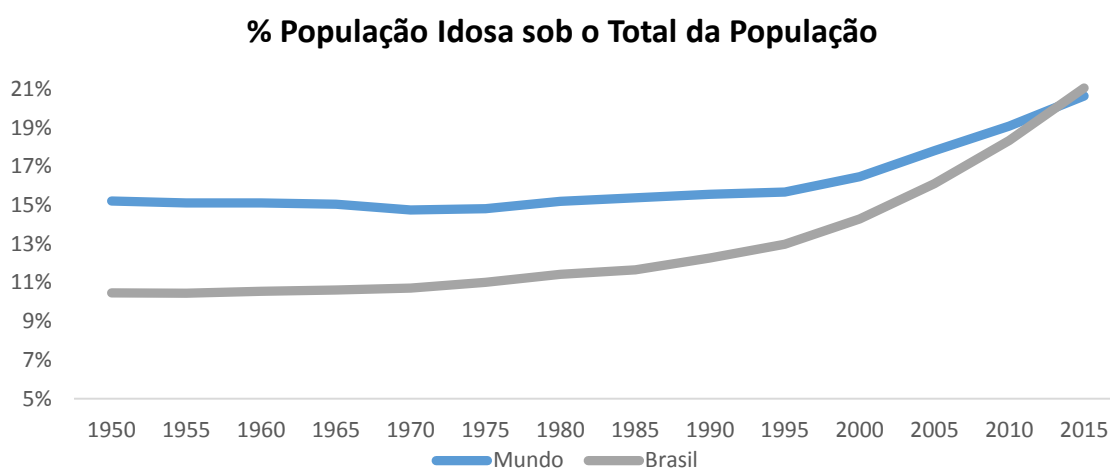
- Aumento da renda disponível nas famílias, principalmente em países emergentes (já demonstrado em gráfico na seção de animais de produção)
- Urbanização tardia vivenciada por países emergentes
- Aumento da expectativa de vida humana
- Mudança na relação entre pessoas e seus pets, onde cada vez mais eles são considerados membros da família e, portanto, parte do orçamento

Figura 11 – Expectativa de Vida (anos)



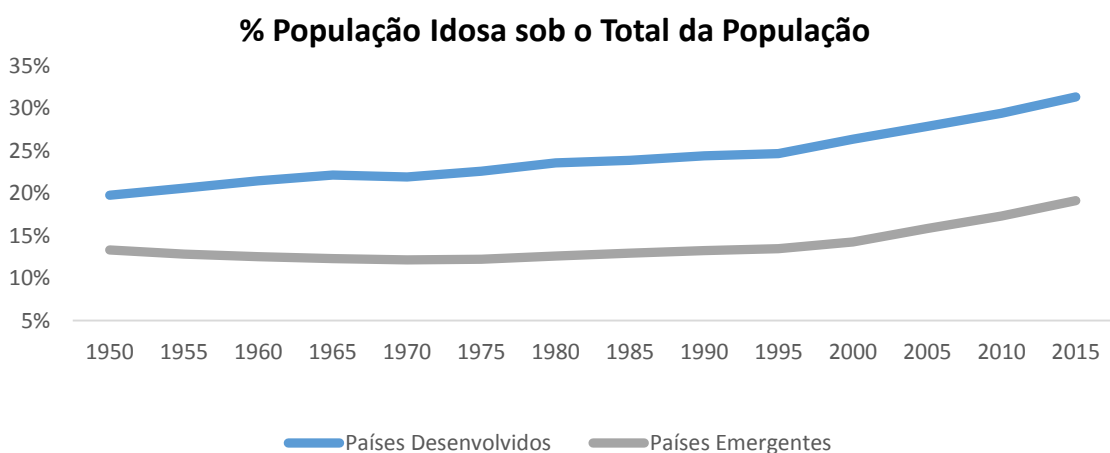
Fonte: *Department of Economics and Social Affairs*

Figura 12 – Expectativa de Vida (anos)



Fonte: *Department of Economics and Social Affairs*

Figura 13 – % População Idosa



Fonte: *Department of Economics and Social Affairs*

Conforme se observa nos gráficos, o avanço da tecnologia aliado ao desenvolvimento de novos medicamentos vem aumentando a expectativa da população. Segundo dados divulgados pelo *Department Of Economics And Social Affairs*, A média de expectativa de vida no mundo em 2015 era de 74 anos, contra 61 anos em 1950. No Brasil, essa média saiu de 63 anos em 1950 para 76 anos em 2015.

Outro fator importante é o aumento da população idosa sob o total da população. Observa-se que tanto em países emergentes quanto em países desenvolvidos, houve uma enorme mudança na pirâmide etária. Enquanto os idosos representavam apenas 13% da população de países emergentes em 1950, em 2015 essa proporção aumentou para cerca

de 21%. Em países desenvolvidos, essa proporção é ainda maior, com cerca de 31% em 2015 contra cerca de 20% em 1950.

No caso do Brasil, a mudança na estrutura da pirâmide é ainda mais curiosa. Através do segundo gráfico, é possível observar que até os anos 1990 não haviam ocorrido mudanças significativas. Entretanto, os últimos 25 anos foram marcados por um aumento de 9% na proporção de idosos sob o total da população.

Esses pontos evidenciam uma demanda agregada por *pets* cada vez maior. Para suportá-la, é necessário maior desenvolvimento da medicina veterinária através da criação de novas vacinas e medicamentos capazes de manter a expectativa de vida dos bichos. Vale ressaltar que o avanço da medicina veterinária já causou impactos significativos nesse segmento, já tendo aumentado a expectativa de vida dos animais domésticos.

3.5. Maiores *Players* e Transações do Setor

3.5.1. Maiores *Players* do setor

O mercado de saúde animal apresenta grande pulverização, de forma que a maior companhia do setor contém cerca de 20% de *Market Share*. Grande parte das empresas se divide em segmentos de animais de produção e animais de companhia, facilitando a comparação entre as mesmas.

Segundo dados divulgados pela *Bloomberg*, a maior empresa do setor é a Zoetis. Essa companhia teve receita bruta de US\$ 4,8 bilhões em 2015, onde 62% se concentra em animais de produção e 37% em animais de companhia. A Zoetis contém mais de 9.000 funcionários, onde cerca de 1.050 estão em pesquisa e desenvolvimento. A empresa está presente em mais de 100 países e obtém cerca de 60 anos de história.

A Merck Animal Health tem *Market Share* de aproximadamente 14,23% e é a segunda maior empresa do setor. Segundo dados informados pela companhia, ela está presente em mais de 140 países e foi alvo de duas grandes fusões no ano de 2014. Os produtos da companhia são destinados a animais domésticos, cavalos, aves e ruminantes, todos contam com forte investimento em pesquisa e desenvolvimento (mais de 200 projetos em andamento).

A terceira maior companhia do setor é a Merial, que obteve receita bruta de US\$ 2,5 bilhões em 2015 e *Market Share* de aproximadamente 11,15%. Essa companhia é

responsável pela divisão de saúde animal de sua controladora mundial Sanofi. Ela também é resultado de uma fusão ocorrida em 1997 entre a Rhône-Mérieux e a Merck Agvet. Além de ter forte presença nos segmentos de animais de produção e domésticos, a Merial se diferencia através de outras atividades, como o investimento e patrocínio em diversas escolas veterinárias nos Estados Unidos, Canadá e Europa. A empresa detém mais de 6.900 funcionários, 13 centros de pesquisa e desenvolvimento e está presente em cerca de 150 países.

A Ouro Fino Saúde Animal está entre as vinte maiores empresas do mundo em termos de receita bruta (Fierce Pharma Ranking, 2013). Essa companhia, que começou como um negócio familiar tem cerca de 30 anos de existência e obteve enorme sucesso em termos de desempenho financeiro. O crescimento do Brasil nesse setor e suas características totalmente favoráveis ao desenvolvimento da companhia permitiram que ela fizesse o único IPO de 2014 (conforme demonstra a tabela), além de propiciar um terreno de sólido crescimento para os próximos anos.

Figura 14 – As maiores empresas do mundo no setor

Fonte: Fierce Pharma Rankin

20 Maiores Empresas do mundo no Setor de Saúde Animal		
Ranking	Empresas	Vendas em 2013 (US\$ Milhões)
1	Zoetis	4.561
2	Merck/MSD Animal Health	3.362
3	Merial	2.636
4	Elanco	2.151
5	Bayer Animal Health	1.734
6	Boehringer Ingelheim Animal Health	1.421
7	IDEXX Laboratories	1.264
8	Novartis Animal Health	1.171
9	Virbac	977
10	Ceva Santé Animale	930
11	Phibro Animal Health	588
12	Kyoritsu Seiyaku	470
13	Vétoquinol	398
14	Lohmann Animal Health	338
15	Norbrook Laboratories	317
16	Nippon Zenyaku	309
17	Dechra Pharmaceuticals	296
18	Huvepharma	271
19	Ourofino Saude Animal	201
20	Abaxis	151

3.5.2. IPOs no setor

O Setor de Saúde Animal é muito dinâmico, de forma que fusões, aquisições e IPOs são muito comuns e ocorrem com alta frequência. A tabela abaixo demonstra os 15 maiores IPOs que ocorreram entre 2010 e 2015.

Figura 15 – Ofertas Públicas iniciais no setor

Ofertas Públicas Iniciais do setor entre 2010-2015			
Ranking	Data de Anúncio	Nome da Companhia	Tamanho da Oferta (US\$ Milhões)
1	2012	Zoetis Inc	2.574
2	2010	Otsuka Holdings Co Ltd	2.289
3	2014	Luye Pharma Group Ltd	878
4	2010	Shenzhen Hepalink Pharmaceutic	869
5	2010	Sihuan Pharmaceutical Holdings	852
6	2010	Sichuan Kelun Pharmaceutical C	733
7	2015	Patheon NV	719
8	2011	CFR Pharmaceuticals SA	374
9	2014	PRA Health Sciences Inc	351
10	2010	Walvax Biotechnology Co Ltd	351
11	2011	Shijiazhuang Yiling Pharmaceut	347
12	2014	Recipharm AB	260
13	2010	Harbin Gloria Pharmaceuticals	256
14	2015	HeiLongJiang ZBD Pharmaceutica	246
15	2015	Galapagos NV	242
38	2014	Ouro Fino Saude Animal	159

Fonte: Bloomberg, algumas empresas são classificadas no setor farmacêutico.

A Zoetis, maior empresa de Saúde Animal do mundo, realizou seu IPO em 2012. A empresa captou cerca de US\$ 2,6 bilhões com a transação, que foi a maior operação desde a abertura de capital do Facebook, ocorrida em maio do ano anterior. No ano da operação, a empresa estava avaliada em cerca de US\$ 20 bilhões, quase 20 vezes seu EBITDA e tinha preço/lucro de aproximadamente 23 vezes. Desde a operação, o valor da empresa aumentou em 47,6% e atualmente seu preço é 29 vezes maior que o lucro.

A segunda maior oferta desde 2010 foi japonesa Otsuka. Fundada em 2008, com cerca de 145 subsidiárias e mais de 40.000 funcionários, a companhia captou cerca de US\$ 2,3 bilhões com a operação. Grande parte dos recursos foram utilizados para financiar operações internacionais, custos crescentes e a compra de novas empresas do setor.

Em 2010, a Otsuka foi avaliada em cerca de US\$ 1,8 bilhão, cerca de 5,8 vezes seu EBITDA do período e preço/lucro em 16,4 vezes. Desde o momento da transação, a empresa valorizou em cerca de 90%, valendo atualmente cerca de 10,8 vezes EBITDA. Vale ressaltar que esse foi o segundo maior IPO do Japão no ano de 2010.

A Luye realizou a terceira maior oferta do setor no período em questão. A companhia, que produz medicamentos cardiovasculares, ortopédicos e para o sistema nervoso central era até então controlada por três fundos de *Private Equity* Chineses. A companhia captou cerca de US\$ 878 milhões com a transação. Apesar do elevado valor, a companhia não obteve os resultados esperados desde então. No momento da operação, ela estava avaliada em cerca de US\$ 3,9 bilhões, com EV/EBITDA em 29 vezes e Preço/Lucro em 21 vezes. O fraco desempenho da companhia levou a uma desvalorização de aproximadamente 48,7%, obtendo atualmente relação EV/EBITDA de 13 vezes e Preço/Lucro de 20 vezes.

O IPO da Ouro Fino Saúde Animal está entre os 40 maiores realizados nos últimos 5 anos. Em um momento de recessão, classificado por muitos analistas como o pior desde a década de 1980, a companhia foi extremamente bem sucedida na operação, captando cerca de R\$ 418 milhões. Desde então, a companhia valorizou em cerca de 38,8% contra apenas 11,96% do índice Ibovespa. Essa transação é o principal tema desse trabalho e será densamente abordada no capítulo 5.

3.5.3. Fusões e Aquisições no setor

Fusões e aquisições também são operações muito comuns nesse mercado. A possibilidade de sinergias através da redução de custos e aumento de EBITDA tem sido bastante atraente a investidores e firmas. Além disso, a consolidação de empresas maiores dificulta a entrada de novas participantes, beneficiando as empresas que já se encontram nesse mercado.

Em 2015, a Pharmacyclics Inc adquiriu a AbbVie por cerca de US\$ 19,8 bilhões, representando o maior M&A desde 2010. Com essa operação, foi pago um prêmio enorme, de aproximadamente 39%. Esse prêmio fica claro através dos múltiplos da época, no fim de 2014 a companhia estava avaliada em cerca de US\$ 9,3 bilhões, que correspondia a aproximadamente 66 vezes seu EBITDA. A AbbVie justificou o valor pago com o argumento de que a Pharmacyclics tinha uma equipe muito talentosa e

inovadora e que rapidamente haveria o aumento da receita da nova companhia, com enorme agregação de valor.

A segunda maior transação do setor nos últimos 5 anos foi a aquisição da Hospira Inc pela Pfizer. O valor total de aquisição foi de US\$ 16,8 bilhões, o que significou aproximadamente US\$ 90 por ação. No mesmo período, as ações da companhia valiam US\$ 63,43 no mercado, representando um prêmio para a companhia de cerca de 41%. A Pfizer é a maior empresa farmacêutica mundial, no entanto a expiração de suas patentes e o crescimento de produtos genéricos fez com que ela perdesse cerca de US\$ 3,5 bilhões em 2015. Após a perda, a companhia começou a concentrar suas atividades no segmento de biotecnologia que tem custos menores. A aquisição da Hospira Inc segue essa linha e tem como maiores sinergias o aumento da presença nesse mercado, bem como o crescimento das operações internacionais.

Em 2014, a Merck adquiriu a Sigma-Aldrich por cerca de US\$ 16,4 bilhões. Esse valor representou um prêmio de 37% e consolidou a maior fusão entre companhias que produzem testadores de laboratório. No fim de 2013, a Sigma-Aldrich foi avaliada em US\$ 10,8 bilhões, valendo aproximadamente 13,5 vezes seu EBITDA e com relação Preço/Lucro de 23 vezes. A fusão foi bem sucedida e permitiu a Merck uma redução de custos, receita mais previsível e uma menor dependência de sua maior divisão até o momento, a Merck Sorono.

Figura 16 – Fusões e Aquisições no setor

Fonte: Bloomberg, algumas empresas são classificadas no setor farmacêutico.

Fusões e Aquisições do Setor entre 2010-2015				
Ranking	Data de Anúncio	Empresa Adquirida	Empresa Compradora	Valor da Transação (US\$ Milhões)
1	2015	Pharmacyclics Inc	AbbVie Inc	19.777
2	2015	Hospira Inc	Pfizer Inc	16.807
3	2014	Sigma-Aldrich Corp	Merck KGaA	16.395
4	2014	Oncology portfolio	Novartis AG	14.500
5	2014	Merck Consumer	Bayer AG	14.200
6	2011	Nycomed A/S	Takeda Pharmaceutical	13.733
7	2016	Medivation Inc	Pfizer Inc	13.695
8	2015	Salix Pharmaceuticals Ltd	Valeant Pharmaceuticals	13.413
9	2016	IMS Health Holdings Inc	Quintiles IMS Holdings Inc	12.559
10	2010	Alcon Inc	Novartis AG	12.179
11	2012	Pfizer Nutrition	Nestle SA	11.850
12	2016	Meda AB	Mylan NV	9.975
13	2013	Bausch & Lomb Inc	Valeant Pharmaceuticals	8.700
14	2014	Cubist Pharmaceuticals LLC	Merck & Co Inc	8.277
15	2015	Par Pharmaceutical Holdings	Endo International PLC	8.090

4. Ouro Fino Saúde Animal: Uma visão geral da companhia

4.1. Breve histórico e estrutura societária

O grupo Ouro Fino tem cerca de 30 anos de história, tendo sido fundado em 1987 por seus sócios fundadores, Jardel Massari e Norival Bonamichi. Inicialmente, a empresa concentrou sua atuação na fabricação de medicamentos e outros produtos veterinários para animais de produção, como ruminantes, equinos, aves e suínos. Ao longo do tempo, a companhia expandiu suas atividades e passou a fabricar também medicamentos para animais de companhia (pets), além de atuar em um novo segmento de defensivos agrícolas.

Do ano de fundação até o ano de 1999, a companhia concentrou sua atuação em animais de produção. No ano de 2000, o Grupo Ouro Fino passou a atuar no segmento de animais de companhia e entre 2001 e 2004 foi construído um novo parque industrial em Cravinhos, no estado de São Paulo, ampliando assim a atuação da companhia.

No ano de 2007, a companhia já era a sétima maior empresa do mercado veterinário no Brasil. Nesse momento, o Grupo Ouro Fino começou a avaliar a possibilidade de entrada em um novo segmento do agronegócio: Os defensivos agrícolas.

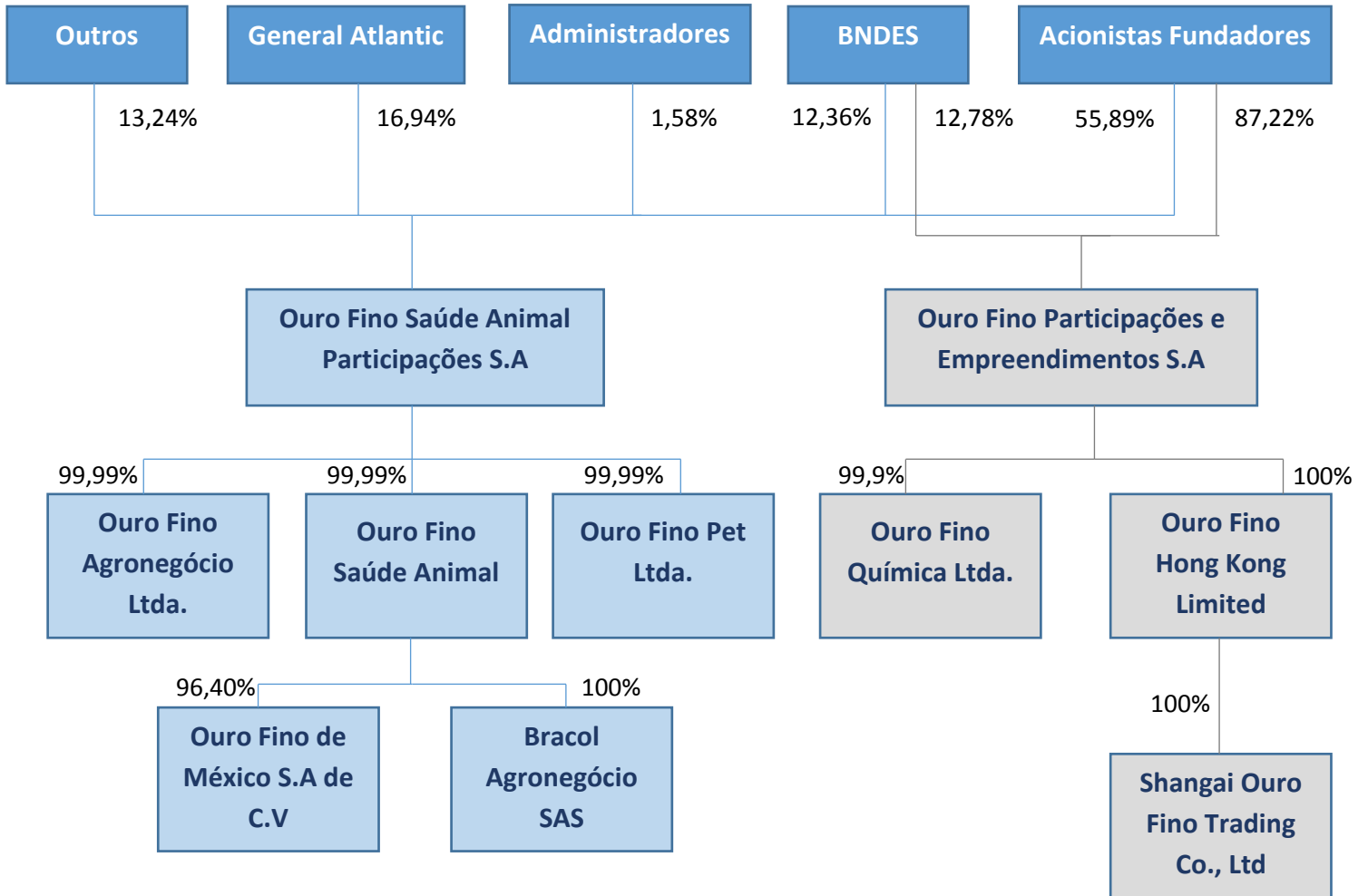
Até aquele ano, os sócios fundadores ainda controlavam 100% do capital da empresa, porém a expansão dos negócios carecia da entrada de um novo sócio. O BNDESPar demonstrou interesse e firmou um acordo com a companhia no mesmo ano, aportando *equity* para adquirir 20% de participação no capital da empresa. Os recursos investidos pelo BNDESPar possibilitaram à Ouro Fino a construção de uma nova planta industrial, compreendendo um novo laboratório e unidade industrial para a produção de vacina contra a febre aftosa

Em 2013, o Grupo Ouro Fino já era a terceira maior empresa do segmento no país e continuava expandindo sua linha de negócios. Até então, não havia separação entre a *holding* de Saúde Animal e a *holding* de Defensivos Agrícolas. Em 2014 foi feita a cisão entre as duas empresas, que foi estratégica para a realização do IPO, ocorrido no mesmo ano.

Em outubro de 2014, foi feita a abertura de capital da *holding* de Saúde Animal. A oferta pública inicial alterou significativamente o quadro acionário, onde BNDESPar reduziu sua participação na empresa para 12,36% e um novo sócio, o General Atlantic, obteve 16,94% de participação no capital da empresa. Outros investidores se tornaram

acionistas, obtendo 13,24% do capital da empresa e os sócios fundadores tiveram sua participação reduzida para 55,89%. Além disso, o *management* da companhia obtém 3% de participação no capital.

Estrutura societária atual:



4.2. Segmentos de atuação

O Grupo Ouro fino possui duas *holdings*, a Ouro Fino Saúde Animal e a Ouro Fino Defensivos Agrícolas. Enquanto a primeira possui “capital aberto”, tendo realizado IPO em 2014, a segunda empresa obtém “capital fechado”. Como esse trabalho está concentrado na abertura de capital da *holding* Saúde Animal, todas as análises desse capítulo irão abordar somente essa empresa. O processo de cisão das duas companhias será explicado no capítulo V.

Segundo o ranking da *Animal Pharm Animal Health Industry* de 2015, em termos de faturamento, a Ouro Fino Saúde Animal é a maior empresa nacional do segmento na América Latina. No mesmo ano, a empresa possuía participação de 10,5% no mercado de saúde animal, que tem enorme pulverização. Com mais de 120 produtos veterinários e aproximadamente 4.800 clientes, a companhia possui três linhas de atuação principais:

- Animais de produção. A companhia atua na fabricação e comercialização de medicamentos, vacinas e outros produtos veterinários no mercado nacional e internacional. Os produtos são destinados principalmente à bovinos, equinos, aves e suínos.
- Animais de companhia. A companhia atua na fabricação e comercialização de medicamentos e outros produtos veterinários no mercado nacional. Os produtos são destinados principalmente à cães e gatos.
- Operações Internacionais. Exportação de produtos do segmento de Animais de Produção

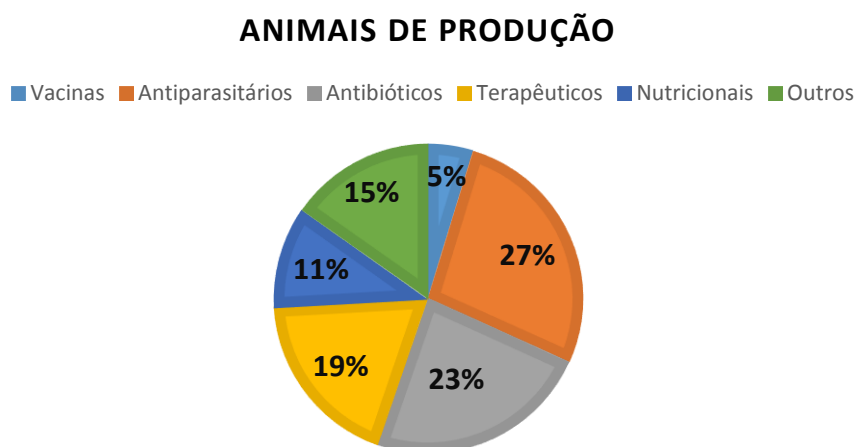
4.2.1 Animais de Produção

A exigência da população mundial por padrões de vida mais elevados é cada vez maior. A produção e comercialização de medicamentos e vacinas para animais de grande porte são fundamentais para garantir a manutenção dos padrões de vida e impedir a proliferação de surtos e doenças nos animais e nos consumidores finais. No Brasil, o segmento de animais de produção obtém aproximadamente 85% de *Market Share*, com receitas anuais de aproximadamente R\$ 3,7 bilhões (base em 2014)

Esse segmento é o *core business* da empresa desde o seu início e hoje corresponde à 80% de sua receita líquida. Nele, estão incluídos ruminantes (gado de corte, caprinos, ovinos e gado de leite), aves, suínos e equinos. Há cerca de 85 produtos destinados a esses animais,

onde grande parte deles fazem parte das categorias de antiparasitários, antibióticos e terapêuticos. A distribuição por categoria é detalhada abaixo:

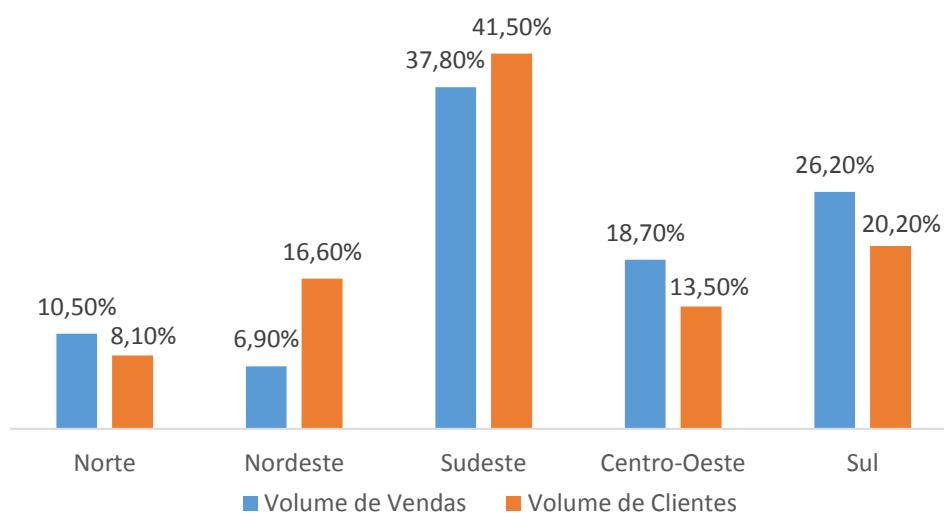
Figura 17 – Divisão de Animais de Produção



Fonte: Companhia

Esse segmento conta com uma equipe comercial muito qualificada, responsável pela distribuição dos produtos no mercado interno. Suas vendas estão concentradas principalmente na região sudeste, sul e centro-oeste. Há 4.811 clientes distribuídos pelo Brasil, que são responsáveis pelos volumes de venda detalhados no gráfico abaixo:

Figura 18– Divisão de Vendas de Animais de Produção



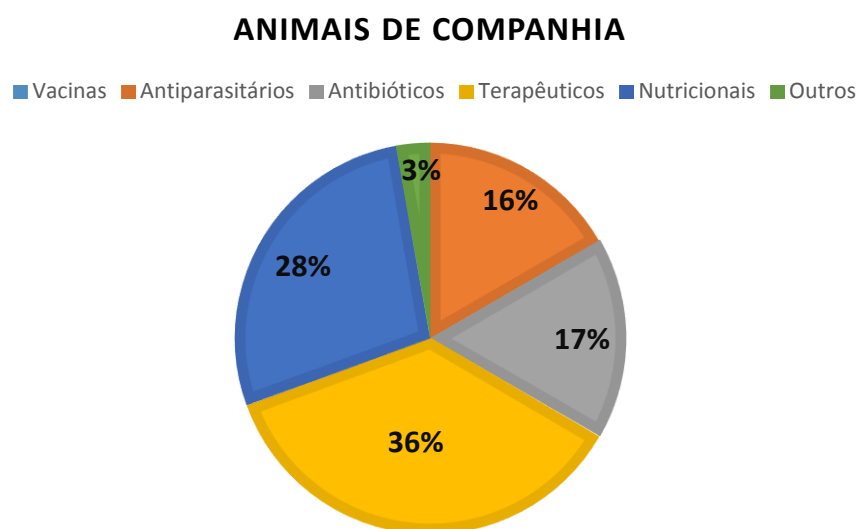
Fonte: Companhia

4.2.2 Animais de Companhia

O crescimento da economia ao longo das últimas décadas aumentou a renda disponível nas famílias, melhorando sua qualidade de vida. Tais acontecimentos permitem que o consumo com animais de companhia seja cada vez maior. Além disso, o envelhecimento da população impacta positivamente na demanda por animais de companhia. Esse segmento ainda é relativamente pequeno no Brasil quando comparado à países desenvolvidos. Segundo dados da Vetnosis, os animais de companhia representam aproximadamente 41% do mercado global de saúde, com receitas de aproximadamente US\$ 9,8 bilhões, enquanto no Brasil representam apenas 15% e tem receita de aproximadamente R\$ 0,6 bilhão. No entanto, esse quadro vem se alterando e há perspectiva de crescimento do segmento nos mercados emergentes.

A Ouro Fino começou a atuar nesse segmento no ano 2000, tendo atualmente cerca de 36 produtos que geram 14% do total de receita líquida da empresa. A distribuição por categoria desse segmento é detalhada abaixo:

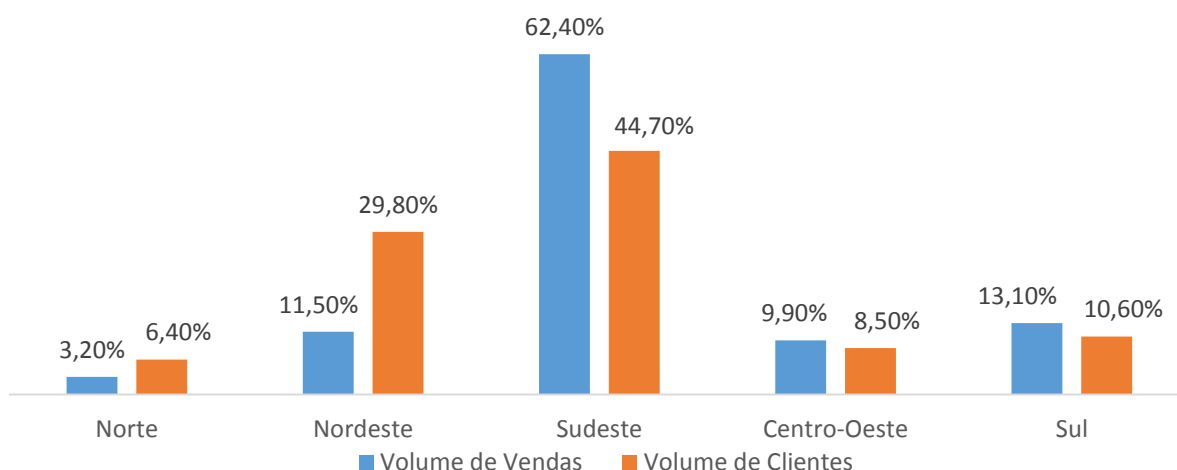
Figura 19 – Divisão de Animais de Companhia



Fonte: Companhia

Nesse segmento, as vendas são feitas exclusivamente para distribuidores. Atualmente, há cerca de 42 distribuidores concentrados nas diversas regiões brasileiras, que são responsáveis pelos volumes de venda detalhados abaixo:

Figura 20 – Divisão de Vendas de Animais de Companhia



Fonte: Companhia

4.2.3 Operações Internacionais

O segmento de operações internacionais corresponde à 6% da receita líquida da companhia. A companhia vem expandindo suas operações internacionais, tendo relações comerciais com mais de 13 países, onde México e Colômbia são os principais destinos e correspondem à mais de metade das exportações. O México possui o maior mercado de Saúde Animal da América Latina, com um rebanho bovino de aproximadamente 32 milhões de cabeças em 2013. No mercado mexicano, em grande parte das vezes, as vendas são feitas diretamente aos grandes produtores e aos distribuidores. A estratégia da companhia consiste na aproximação com esses canais de distribuição, que será feita através da ampliação da equipe comercial.

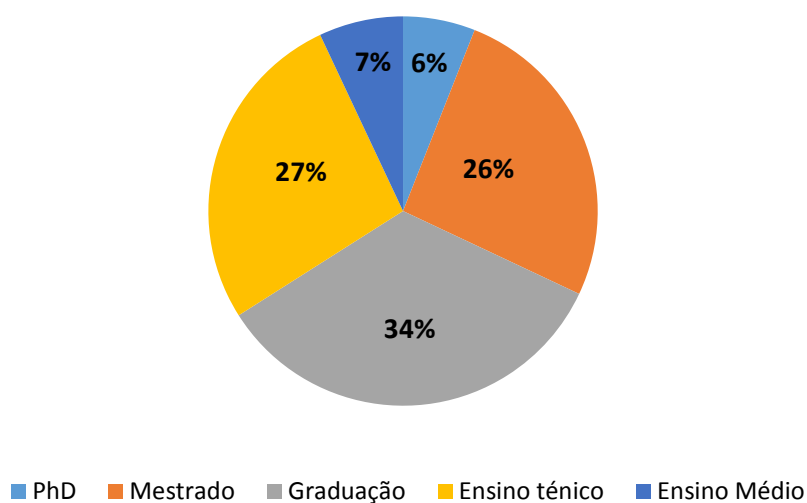
A Colômbia também é outro grande destino de exportações. Esse país possui um rebanho bovino de aproximadamente 23 milhões de cabeças com elevado crescimento anual. Os grandes participantes do mercado global possuem subsidiárias instaladas nesse país voltadas para o atendimento do mercado local. Como estratégia de expansão, a Ouro Fino pretende instalar uma subsidiária no país, visando assim adquirir controle das políticas de comércio, *marketing* e assistência técnica locais. Através dessa estratégia, a empresa acredita ser possível aumentar suas margens, eliminando intermediários e ficando cada vez mais próxima dos consumidores finais.

4.3. Características do negócio

4.3.1 Pesquisa e Desenvolvimento

Nos últimos 3 anos, R\$ 83 milhões foram destinados a P&D, que corresponde a 6% da receita líquida da companhia. A estrutura de P&D contém 6 laboratórios internos com uso exclusivo ao desenvolvimento de novos produtos internos e uma equipe de mais de 115 profissionais muito qualificados, onde 50% obtêm graduação e 26% mestrado. Outro diferencial do grupo é o seu convenio com diversas universidades e centros de pesquisa, dentre eles Universidade de São Paulo, Unifran, Instituto de Pesquisa Tecnológica, Embrapa, Fiocruz, Instituto Butantã, Unicamp, Ufscar, Ucdb, Ufv E Unesp. A formação acadêmica da equipe é definida conforme o gráfico abaixo:

Figura 21 – Grau de escolaridade



Fonte: Companhia

A Ouro Fino possui um método de Pesquisa e Desenvolvimento, que está subdividido em quatro fases principais:

1. Abordagem inicial. O objetivo dessa fase é identificar possíveis novos produtos a serem desenvolvidos. Para isso, a equipe realiza contato direto com os clientes e identifica suas demandas, além de reavaliar constantemente seu portfólio de produtos através de pesquisas frequentes.

2. Discussão e viabilidade. Nessa fase, as áreas técnicas, comerciais e de marketing avaliam a viabilidade das inovações potenciais identificadas na fase anterior.
3. Análise técnica. A terceira fase consiste na produção do protótipo do produto, tendo seu conceito e eficiência aprovados ou rejeitados pela equipe técnica.
4. Pré comercialização. Nessa etapa, avalia-se junto ao mercado e aos canais de distribuição a potencial demanda pelo produto desenvolvido. Para isso, as equipes comerciais realizam contato direto com os clientes, além de avaliar o portfólio existente através de pesquisas frequentes.

Segundo dados informados em apresentações da empresa, ao longo dos últimos anos, estima-se que o ciclo médio de desenvolvimento de novos produtos seja de 30 meses, englobando desde a fase final de pesquisa até o início de comercialização. Há duas grandes categorias no processo de produção: Biológicos e farmacêuticos.

A produção de biológicos consiste basicamente em vacinas contra a febre aftosa, doença viral altamente contagiosa que afeta principalmente bovinos e suínos. Enquanto isso, os farmacêuticos englobam uma gama de produtos mais ampla, incluindo injetáveis, líquidos orais, cremes, pomadas, sólidos, hormônios e defensivos agrícolas.

Todo ano são realizadas paradas para manutenções, que são sempre comunicadas previamente. A companhia opera em média com 70% de sua capacidade instalada, que pode facilmente ser ampliada com investimentos em máquinas e equipamentos.

4.3.2. Parque Industrial

O processo de produção está concentrado em Cravinhos, que conta com elevada infraestrutura em uma área de mais de 178.500 m². Essa área é dividida em três unidades industriais. A primeira unidade é a Fábrica de medicamentos de saúde animal, com área aproximada de 24.840 m², que atende os preceitos de “*Good Manufacturing Practices (GMP)*”, das normas aplicáveis do “*Ministério de Agricultura (MAPA)*” e das normas regulatórias mundiais mais rigorosas, como as emitidas pelo “*Food and Drugs Administration*” e pela “*European Medicines Agency – EMA*”. A segunda unidade é a fábrica de vacina contra a febre aftosa, com aproximadamente 5.651 m² de área construída, tendo um laboratório biosseguro com certificação do MAPA. A fábrica tem capacidade de produzir até 50 milhões de doses por ano. A terceira unidade é a planta de biológicos, que ainda está em fase de construção, mas terá área aproximada de 6.842 m²,

atendendo normas aplicáveis do MAPA, *Food and Drugs Administration*” e “*European Medicines Agency – EMA*”

4.3.3. Reputação no mercado

Segundo dados informados pela companhia, a Ouro Fino Saúde Animal obtém cerca de 17% de *Market Share* no setor de saúde animal, ocupando a terceira colocação no Ranking da Fierce Pharma. No entanto, em termos de reputação, a Ouro Fino ocupa a primeira colocação, já tendo recebido mais de 6 prêmios. Desde o ano 2000, a companhia é reconhecida pela Fundação Abrinq como a empresa que suporta o desenvolvimento de crianças. Em 2004, recebeu prêmio da Ernst & Young de empreendedorismo e em 2005 recebeu nova gratificação de tecnologia e inovação da FINEP. Nos anos seguintes, a companhia continuou obtendo novas conquistas, recebendo em 2009 prêmio da ANPEI pela iniciativa de inovação e sendo nomeada pela Revista Exame e pela Revista Época entre 2005-2014 como uma das 150 melhores empresas para se trabalhar no Brasil.

4.3.4. Política Comercial

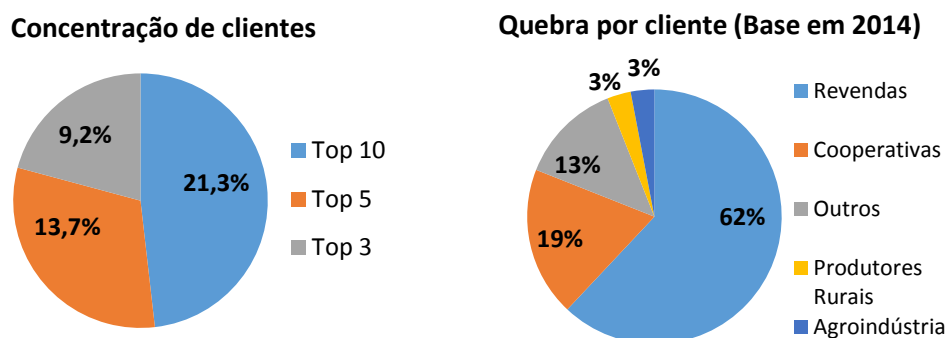
Equipe comercial qualificada e base de clientes pulverizada. A equipe comercial conta com mais de 220 profissionais, onde grande parte são veterinários. A equipe atende a aproximadamente 4.800 clientes, onde os três maiores clientes representam apenas 11,4% da receita líquida. Sendo assim, não há concentração que gere dependência com relação a qualquer cliente. A política comercial da companhia varia de acordo com o segmento de produção e a classe do animal.

4.3.4.1. Animais de Produção

Para esse segmento, existem três classificações para as distribuições, que dependem do tipo do animal. Para grandes animais, a distribuição de produtos é realizada da indústria diretamente aos revendedores, que são responsáveis pela entrega aos produtores rurais. Em relação às aves e suínos, os produtos são vendidos aos distribuidores, granjas independentes, agroindústrias e cooperativas. O produto também pode chegar nas granjas independentes através dos distribuidores. Além disso, parte da

venda é realizada ao atacado, ou seja, a distribuição é feita da indústria diretamente aos atacados regionais e generalistas, que entregam os produtos aos revendedores.

Figura 22 – Modelo Comercial



Fonte: Companhia

4.3.4.2. Animais de companhia

Para esse segmento, predomina um modelo de comercialização. Esse modelo é dividido em duas fases:

Sell in: Nessa etapa, os produtos saem dos parques industriais e são entregues à 43 distribuidores.

Sell out: Nessa etapa, os distribuidores entregam os produtos à mais de 25.000 lojas Pet Shop. O segmento tem cobertura em todo o território nacional e o maior distribuidor possui apenas 7% de participação. O sell out obteve crescimento de 22,5% entre o ano de 2014 e 2015.

4.3.5. Governança Corporativa

A governança corporativa da empresa passou por grandes transformações após a entrada do BNDES em 2007 (item será abordado no capítulo 5). Atualmente, a governança da empresa é composta por:

- Conselho de Administração. Formado por cinco membros, dos quais dois são sócios fundadores e três são externos e independentes.

- Diretoria Estatutária. Formada por um Diretor Presidente e um Diretor Financeiro e de Relação com Investidores. O mandato de cada um é de três anos, com possibilidade de reeleição.
- Conselho Fiscal. É um órgão independente, que busca fiscalizar as atividades da companhia através da transparência, equidade e prestação de contas. É formado por três membros efetivos e três suplentes, eleitos em Assembleia Geral Extraordinária.
- Comitê de Auditoria. Formado por três membros externos eleitos pelo Conselho de Administração, com o objetivo de monitorar a qualidade dos mecanismos de controle interno e informações contábeis, reduzindo assim a exposição ao risco.

4.4. Desempenho econômico e financeiro

Ao longo dos últimos cinco anos, diversas mudanças aconteceram na companhia. A maior delas foi a abertura do capital em 2014, onde captou-se mais de R\$ 400 milhões. Em meio a todas essas mudanças, a companhia manteve constante crescimento em seus indicadores financeiros, de forma que hoje seus resultados são muito superiores ao de alguns anos atrás.

Figura 23 – Desempenho Financeiro

R\$ Milhões	2011	2012	2013	2014	2015
Receita Líquida	296,1	320,1	384,0	432,2	534,0
Animais de Produção	251,6	267,2	315,4	346,2	435,5
Animais de Companhia	27,6	36,1	45,9	59,3	62,4
Operações Internacionais	16,9	16,8	22,7	26,7	35,9
EBITDA	57,1	54	85,1	98,2	119,1
Margem EBITDA	19,28%	16,87%	22,20%	22,70%	22,30%
Lucro Líquido	33,6	31,9	42	51,3	69,2
Dívida Líquida	183,1	161,9	182,8	134	192,7
Patrimônio Líquido	177,5	194,8	209,3	330,1	380,4
Dívida Líquida/EBITDA	3,21	3,00	2,15	1,36	1,62

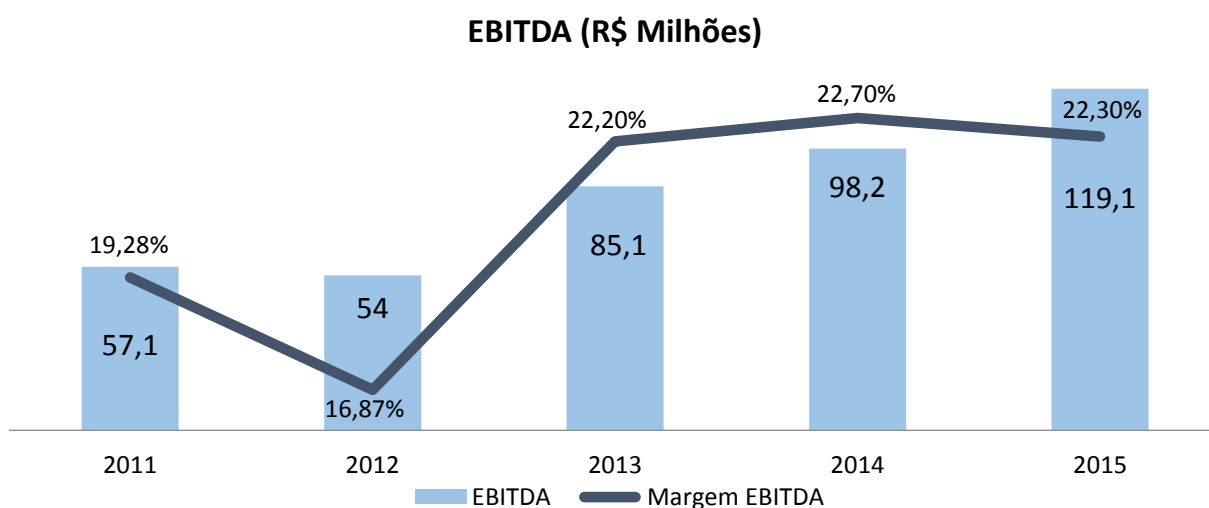
Fonte: Companhia

Em apenas quatro anos, a companhia aumentou sua receita líquida em 80,3%. O segmento de animais de produção continua sendo a grande fonte de receita líquida da Ouro Fino. Entretanto, o crescimento dos outros segmentos é notório: A receita líquida proveniente de animais de companhia cresceu 126,1% no período, enquanto a de operações internacionais cresceu em 112,3%. O desenvolvimento desses segmentos reduziu a representatividade de animais de produção sob o total da receita líquida de 85% em 2011 para 81% em 2015.

4.4.1. EBITDA

O aumento da receita líquida é robusto e demonstra a solidez financeira da companhia. No entanto, o EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) é uma métrica mais adequada para tal avaliação, pois ele mede a geração de caixa operacional da companhia, ou seja, o quanto ela gera de recursos apenas com suas próprias atividades operacionais.

Figura 24 – EBITDA



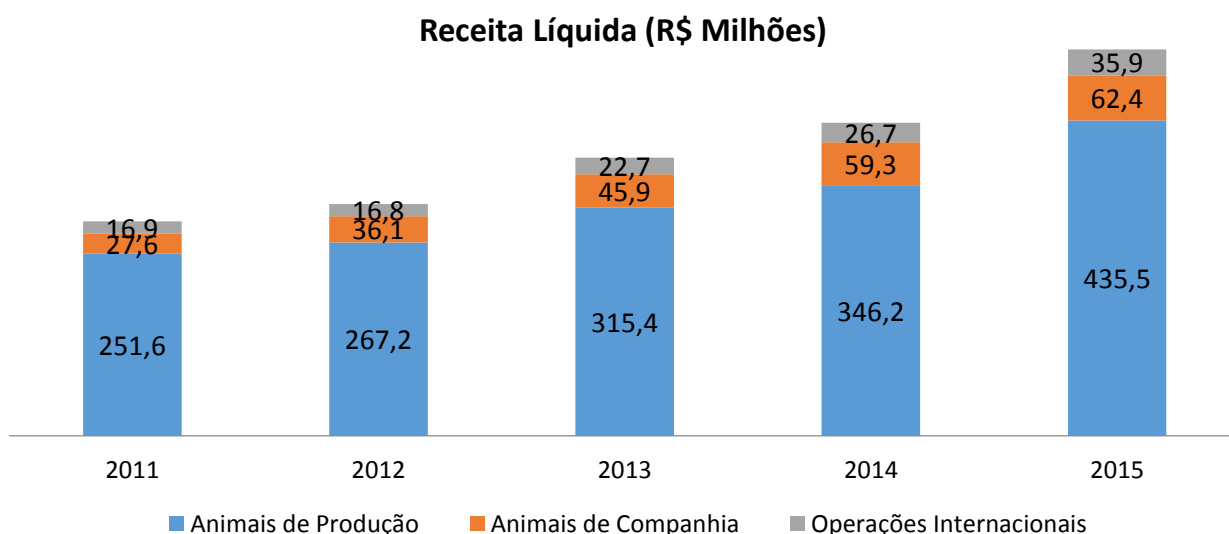
Fonte: Companhia

Os resultados do EBITDA são ainda mais impactantes. Em quatro anos, a Ouro Fino Saúde Animal aumentou o indicador em 108%. Uma métrica bastante usada para avaliar a taxa de crescimento é o CAGR (*Compound Annual Growth Rate*), que é a taxa média de crescimento anual para um investimento realizado em um período de tempo. O

EBITDA da companhia cresceu a uma taxa CAGR de 15,84% entre 2011 e 2015. Para avaliar de forma mais adequada a melhora dos resultados operacionais da companhia, serão analisadas as variações da receita, custos de vendas e despesas gerais e administrativas.

4.4.2. Receita Líquida

Figura 25 – Evolução da receita líquida

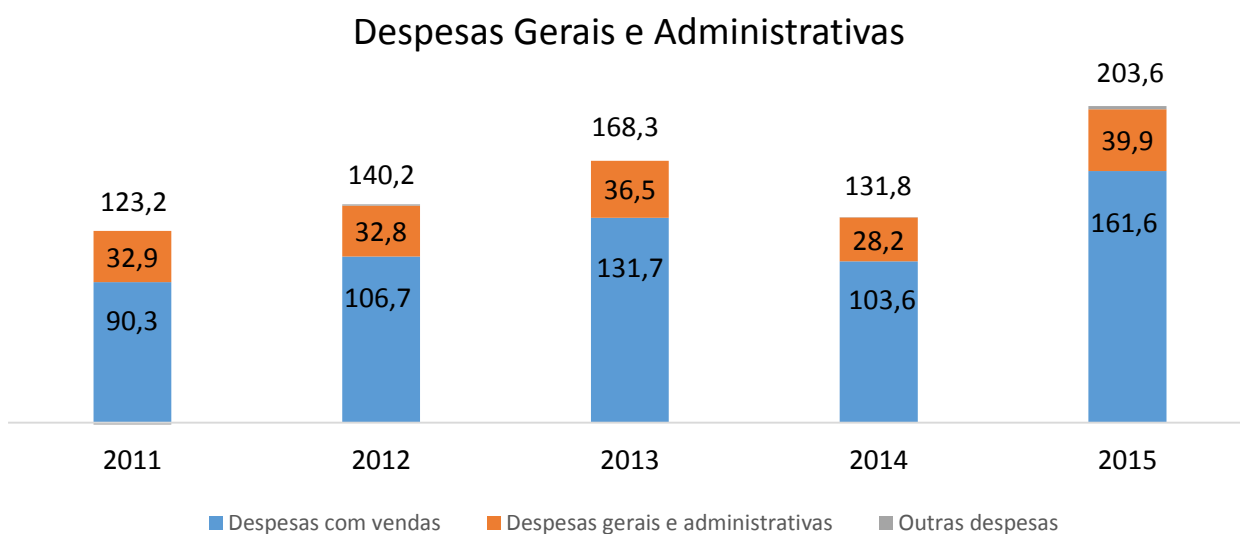


Fonte: Companhia

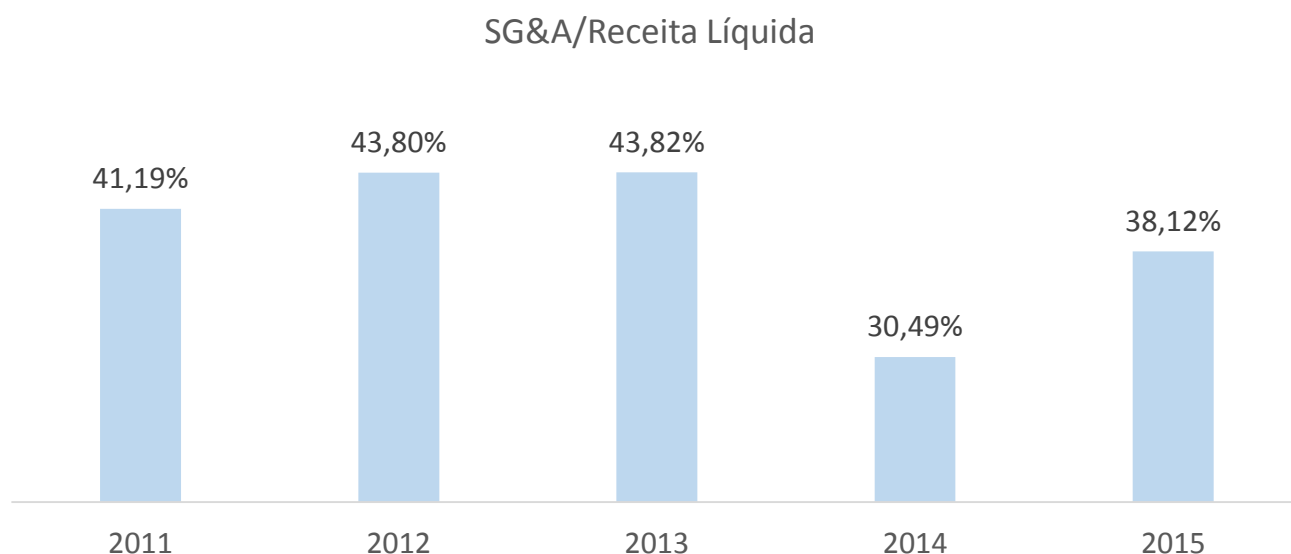
Como exposto no gráfico acima, a receita líquida da companhia cresceu a um CAGR de 12,52% no referido período, tendo destaque nos segmentos de operações internacionais e animais de companhia, que tiveram crescimento de 16,26% e 17,72%, respectivamente. Apesar da expansão desses dois segmentos ao longo desses anos, a seção de animais de produção continua sendo a grande fonte de receita da companhia, correspondendo a 81,55% da receita líquida total.

4.4.3. Despesas Gerais e Administrativas

Figura 26 – Evolução das despesas administrativas



Fonte: Companhia



Fonte: Companhia

Despesas com vendas, gerais e administrativas (SG&A) são de extrema relevância na compreensão do EBITDA de uma companhia. A melhora dos resultados operacionais não depende apenas do aumento da venda dos produtos, mas também da redução desse tipo de despesa. Através dos gráficos, observamos que o CAGR dessas despesas foi de 10,78% no período em questão, 1,73% inferior ao CAGR da receita líquida. Essa redução também fica explícita no gráfico acima, onde é possível observar que o SG&A em 2015 representava uma fração da receita líquida 3,07% menor do que em 2011. Sendo assim,

a companhia conseguiu ter um ganho relevante na redução dessas despesas, que contribuíram para o aumento da sua margem EBITDA, com maior geração de caixa operacional.

4.4.4. Capital de Giro

O capital de giro é outra métrica cuja análise tem extrema importância. Esse indicador demonstra o total de recursos que a companhia dispõe para realizar suas atividades diárias, ou seja, o quão rápido a companhia consegue converter seus estoques e recebíveis em caixa, bem como saldar seus pagamentos.

Figura 27 – Análise do Capital de Giro

R\$ Milhões	2012	2013	2014	2015
1) Índice de Giro - Contas a receber	3,13	3,11	3,67	1,53
Prazo de recebimento (dias)	116,96	117,37	99,45	238,42
2) Índice de Giro - Estoque	2,12	2,45	3,00	1,40
Rotatividade do estoque (dias)	172,32	148,69	121,59	261,49
3) Índice de Giro - Contas a pagar	8,96	10,85	15,88	2,63
Prazo de pagamento (dias)	40,87	33,63	22,99	139,04
Índice de conversão em caixa (1 + 2 - 3)	248,42	232,43	198,05	360,87

Fonte: Companhia

Na tabela acima, observa-se que a Ouro Fino vem obtendo uma piora na gestão do seu capital de giro. Enquanto em 2012 a companhia recebia em aproximadamente 117 dias, em 2015 a mesma necessita de 238 dias. Além disso, a empresa teve uma piora consistente na rotatividade do seu estoque, que em 2012 era de 172 dias e em 2015 aumentou para 262 dias. Essa deterioração de resultados reflete o desaquecimento do setor, especialmente entre 2014 e 2015 onde o aumento índice de giro do estoque e de contas a receber superou 200%.

Em contrapartida, a empresa alcançou melhorias significativas no seu prazo de pagamento. Enquanto em 2012, a Ouro Fino tinha em média apenas 41 dias para pagar seus fornecedores, em 2015 a mesma realiza em uma média de 140 dias. Essa mudança é resultado do sucesso na renegociação com fornecedores para o alongamento de prazo das contas a receber.

O índice de conversão em caixa envolve os três índices abordados anteriormente. Ele demonstra o número de dias que uma companhia necessita para converter seus recursos em fluxo de caixa. Observa-se que houve uma piora significativa desse índice. Esse resultado reflete o fato de que a melhora no índice de giro do contas a pagar não foi suficiente para ofuscar a piora dos índices de giro de estoque e contas a receber. Sendo assim, enquanto em 2012 a empresa transformava seus recursos em fluxo de caixa em apenas 248 dias, esse número aumentou para 360 dias em 2015.

4.4.5. Capex

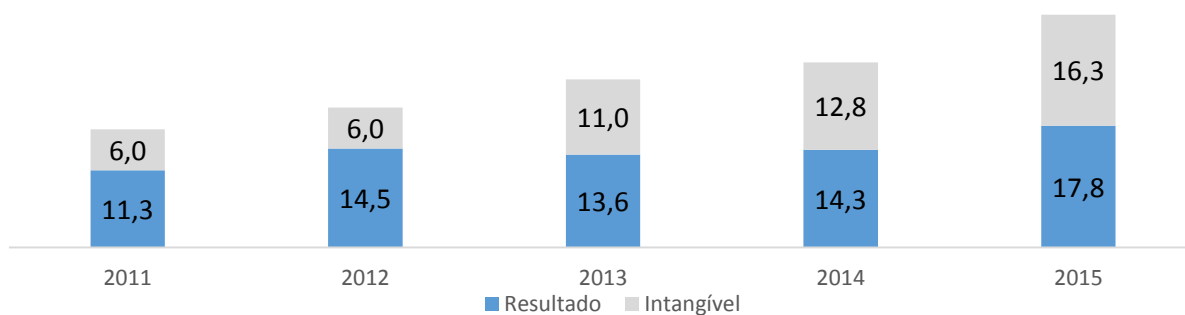
Os resultados operacionais da companhia também dependem em grande parte dos investimentos feitos pela mesma em bens de capital. O CAPEX (*Capital Expenditure*) denota o montante de investimentos realizado em equipamentos e instalações de forma a manter o funcionamento ou expandir as atividades da empresa. Elevados gastos em bens de capital são um indicio de que a companhia está expandindo suas atividades através de um plano de investimento. Gastos com ativos intangíveis e tangíveis são parte do CAPEX, onde:

- **Ativos intangíveis:** Investimentos nessa classe de ativos englobam gastos incorridos com o desenvolvimento de produtos (P&D), a compra de novas marcas e também licenças de softwares adquiridas. Esses itens são amortizados ao longo de sua vida útil, que varia de acordo com o produto.
- **Imobilizado:** Essa classe contempla a compra e venda de ativos tangíveis, como máquinas e terrenos.

Gastos com pesquisa e desenvolvimento são cruciais para manter o crescimento da companhia no longo prazo, dado que seu *core business* envolve a criação de novos produtos que atendam às necessidades do mercado veterinário. Esses gastos são contabilizados como ativos intangíveis. Ao longo dos últimos cinco anos, os investimentos em P&D corresponderam a aproximadamente 6% da receita líquida.

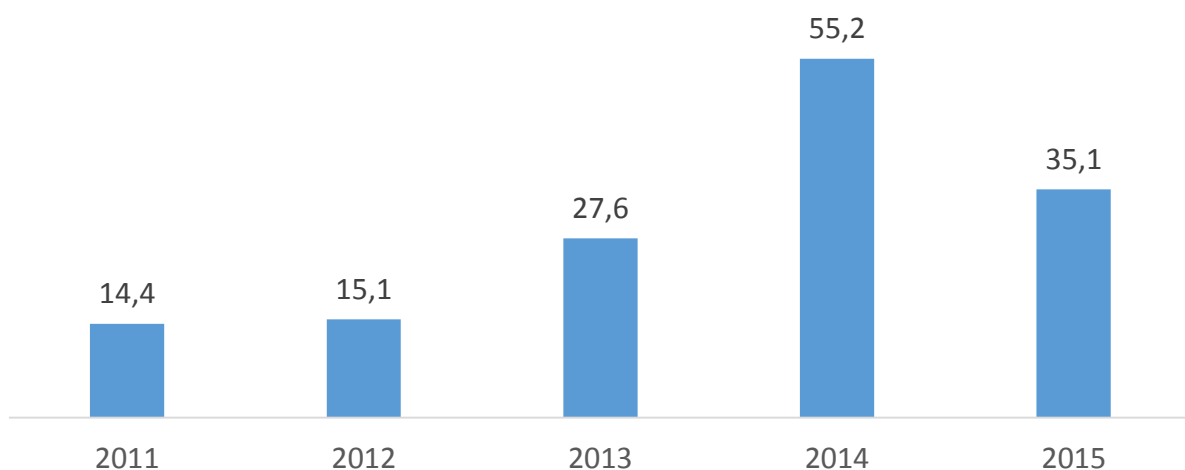
Figura 28 – Investimentos em P&D e CAPEX

Investimentos em P&D (R\$ milhões)



Fonte: Companhia

CAPEX (R\$ Milhões)



Fonte: Companhia

Conforme o gráfico acima, observa-se que a Ouro Fino vem aumentando seus investimentos em bens de capital nos últimos anos. Observa-se que há um pico de gastos no ano de 2014, que é suavizado no ano seguinte. Grande parte dos recursos utilizados foram destinados a conclusão do centro de pesquisa e biotecnologia, bem como a finalização da segunda onda de investimentos no SAP. A maior disponibilidade de recursos para CAPEX nesse ano ocorreu devido a abertura de capital da companhia, operação que captou mais de R\$ 400 milhões e parte dos recursos foram gastos em bens de capital.

Como já exposto, gastos com pesquisa e desenvolvimento estão bem alinhados com o crescimento da receita líquida da empresa. O P&D representa uma fração constante de aproximadamente 6% da receita líquida, de forma que não houve variações bruscas nessa proporção ao longo dos últimos anos.

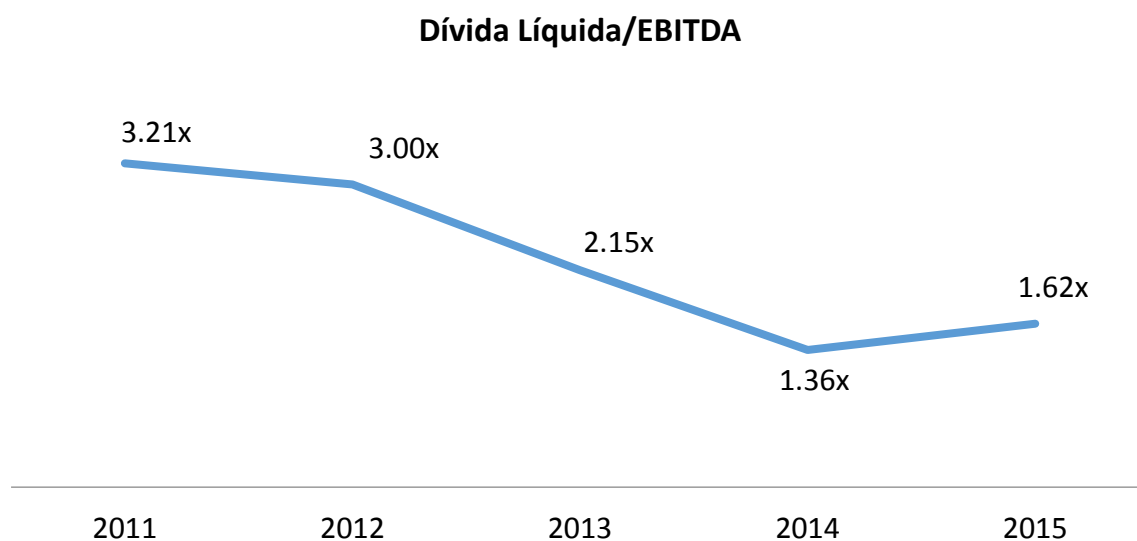
4.4.6. Endividamento bancário

A análise do passivo bancário é imprescindível para qualquer tipo de companhia. A Ouro Fino Saúde Animal possui endividamento adequado para sua capacidade de geração de caixa e além disso, vem apresentando índices de alavancagem cada vez menores ao longo dos últimos anos.

Para avaliar o grau de alavancagem da companhia, foi utilizado o conceito dívida líquida/EBITDA. A dívida líquida representa o total da dívida bancária subtraído o total de caixa e equivalentes que a companhia tem. Sendo assim, entende-se dívida líquida é o total do endividamento bruto considerando a possibilidade de liquidação de todo o caixa e outros instrumentos financeiros de curto prazo detidos pela empresa.

Analisando o indicador no gráfico abaixo, observa-se que o grau de alavancagem da empresa é cada vez menor. Em 2011, a companhia tinha dívida líquida superior a três vezes seu caixa operacional. Após 4 anos, esse índice diminuiu para menos de duas vezes. Essa mudança foi direcionada por dois fatores, onde o primeiro se deve ao crescimento expressivo do EBITDA (superior a 100%), causado pela expansão dos segmentos de animais de produção, animais de companhia e operações internacionais. O segundo se deve a manutenção da dívida líquida, com crescimento de apenas 4% no período. A entrada de *equity* na companhia com o IPO de 2014 fortaleceu seu caixa e permitiu ainda a amortização de parte do passivo, isso fica claro com a comparação do índice no fim do exercício de 2014 com 2013 (1,36 versus 2,15x).

Figura 29 – Evolução do Endividamento



Fonte: Companhia

5. A Evidência Empírica

5.1. Contexto

Conforme abordado nos capítulos anteriores, a Ouro Fino e seu setor de atuação demonstram resultados robustos ao longo dos últimos anos. Desde sua criação em 1987, a empresa passou por diversas etapas que demonstraram seus sólidos fundamentos e justificam a abertura de capital em 2014. A operação foi muito bem sucedida e será amplamente abordada no próximo capítulo.

A questão principal desse trabalho, que também será respondida no próximo capítulo, consiste em explicar como e porque essa companhia realizou seu IPO em um ano de condições macroeconômicas tão deterioradas. No entanto, um aspecto que deve ser analisado previamente a essa pergunta é a relação de causalidade entre crescimento macroeconômico e número de IPOs. Sendo assim, esse capítulo busca explicar através de um modelo econométrico qual é a relação de causalidade entre essas variáveis e sob qual nível de significância elas se materializam.

Caso o resultado encontrado corrobore para uma relação positiva e significativa entre número de IPOs e crescimento econômico, a pergunta abordada acima se torna ainda mais importante dado que no ano de 2014 atingiu-se o pico de menor crescimento ao longo dos últimos vinte anos.

5.2. Revisão da literatura e Hipóteses do modelo

Cinco variáveis explicativas foram escolhidas para compor o modelo, dentre elas estão: Crescimento do PIB, Crédito para empresas, Vendas no Varejo, Índice S&P 500 e taxa de juros. Abaixo, será abordado os resultados esperados para cada uma das variáveis de acordo com a literatura.

Crescimento do PIB: De modo geral, os trabalhos que analisam os IPOs sob uma perspectiva macroeconômica encontram uma forte influência do crescimento do PIB no número de operações. Vishny, Shleifer, La Porta e Lopes-De-Silanes (1997) encontraram que essa relação é ainda maior em países emergentes. Em cenários de crescimento econômico, as empresas tem receitas projetadas superiores e isso impacta positivamente

no *Valuation* das companhias. Além disso, nesse tipo de cenário, o apetite a risco por parte dos investidores é maior, que facilita a venda de ações na oferta.

Crédito bancário: Captar recursos através de dívida bancária é uma alternativa à *Equity*. Quanto mais fácil e barato é o crédito via bancos, menos incentivos as companhias têm de ir ao mercado para se capitalizar via *Equity*. Além disso, Fama (1985) argumenta que há uma assimetria de informações entre bancos e demais investidores, que agrava a barganha dos credores. Sendo assim, a hipótese é de que há uma relação negativa entre crédito bancário e número de IPOs, pois a captação via dívida atua como substituta.

Vendas no Varejo: Para essa variável, espera-se que haja uma relação positiva. O racional é bem similar ao demonstrado para crescimento do PIB. Quanto maior o consumo das famílias e empresas, maior a demanda agregada por bens e serviços e isso impacta positivamente na receita projetada das companhias. Com uma receita maior, o *Valuation* delas aumenta e há mais incentivo para abrir o capital.

Índice S&P 500: De acordo com a teoria do *Investor Sentiment Theory* e a do *Market Timing Hypothesis*, o índice da bolsa de valores reflete o sentimento do investidor, que impacta diretamente no custo realizar IPO. Em períodos de euforia e valorização de ações, as empresas tem mais incentivos a abrir o capital dado que a demanda agregada por *Equity* é maior e portanto o *Valuation* dessas companhias também aumenta. Em contrapartida, em períodos de desvalorização do índice da bolsa, o apetite a risco é menor e há maior cautela por parte dos investidores com relação à detenção de equity. Loughran et al (1994) encontrou uma relação positiva e significativa entre o volume de IPOs e o índice da bolsa.

Taxa de Juros: A relação entre taxa de juros e volume de IPOs tem diferentes abordagens. Do ponto de vista do *Valuation* das companhias, há uma relação negativa. Isso ocorre pois quanto maior a taxa de juros, maior será a taxa de desconto utilizada e com isso o valor presente do fluxo de caixa livre será menor. Nessa abordagem, taxas de juros maiores reduzem o valor das companhias e com isso o incentivo de realizar IPO. Uma abordagem alternativa desenvolvida por Brau et al. (2003) para a influência da taxa de juros é de que sob taxas de juros mais baixas, as aquisições através de dívida se tornam mais baratas (operações *Leverage Buyouts*) e podem atuar substituindo IPOs, Ou seja, em

um cenário de juros baixo, os investidores tendem a substituir equity por dívida, fazendo mais operações *Leverage Buyouts* e menos IPOs.

5.3. Dados

Foram coletados dados para o período de 2000 até 2015, com frequência trimestral para os Estados Unidos. Esse país foi escolhido pois conta com uma extensa base de dados macroeconômicos, que auxilia na confecção do modelo. Além disso, os EUA têm o mercado financeiro mais desenvolvido do mundo, com elevado número de IPOs por trimestre.

Não foi possível utilizar dados para o Brasil pois esse país apresenta uma concentração muito grande de IPOs em 2006 e 2007, onde os demais anos tem um número muito reduzido de operações. No entanto, acredita-se que a relação de causalidade entre as variáveis já citadas não deve variar entre países, dado que os fundamentos da relação são exatamente os mesmos. Sendo assim, considera-se que os resultados obtidos também seriam válidos para o mercado brasileiro.

Enquanto os dados macroeconômicos foram obtidos de diferentes fontes americanas, os dados do índice S&P e de IPOs foram obtidos na *Bloomberg*. Vale ressaltar que foi utilizado o índice S&P 500, reflete as cotações das 500 maiores empresas listadas nas bolsas NYSE e NASDAQ. O índice pondera o valor de mercado de cada ativo com o peso no índice proporcional ao seu preço de mercado. Outra consideração importante é que foram coletados dados do número de IPOs por semestre, bem como seu volume, que é a soma do valor das ofertas (primárias e secundárias). Na próxima seção, serão estimadas duas regressões diferentes com essas duas variáveis dependentes.

Os dados foram obtidos de diferentes fontes, que são resumidas conforme a tabela abaixo:

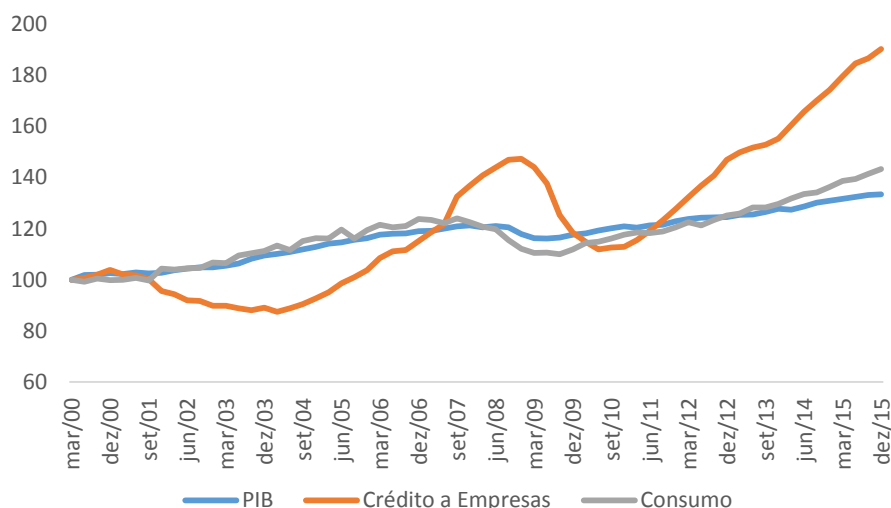
Figura 30 - Fonte dos dados

Série	Unidade	Fonte
PIB	US\$ Bilhões	Bureau of Economic Analysis
Crédito Bancário	US\$ Bilhões	Federal Reserve
Vendas no Varejo	US\$ Bilhões	US Census Bureau
Taxa de Juros	Percentual	Federal Reserve
Índice S&P 500	Índice	Bloomberg
Número de IPOs	Unidade	Bloomberg
Volume de IPOs	US\$ Bilhões	Bloomberg

5.4. Modelo

Para estimar a relação de causalidade estabelecida acima, foi utilizado um modelo MQO com regressão múltipla. Quando coletadas, cada variável tinha uma unidade de medida diferente, porém no modelo elas foram padronizadas como a variação percentual ano a ano. Além disso, havia uma clara tendência na regressão, que foi mitigada através do método de diferenças em diferenças.

Figura 31 – Série Histórica dos dados



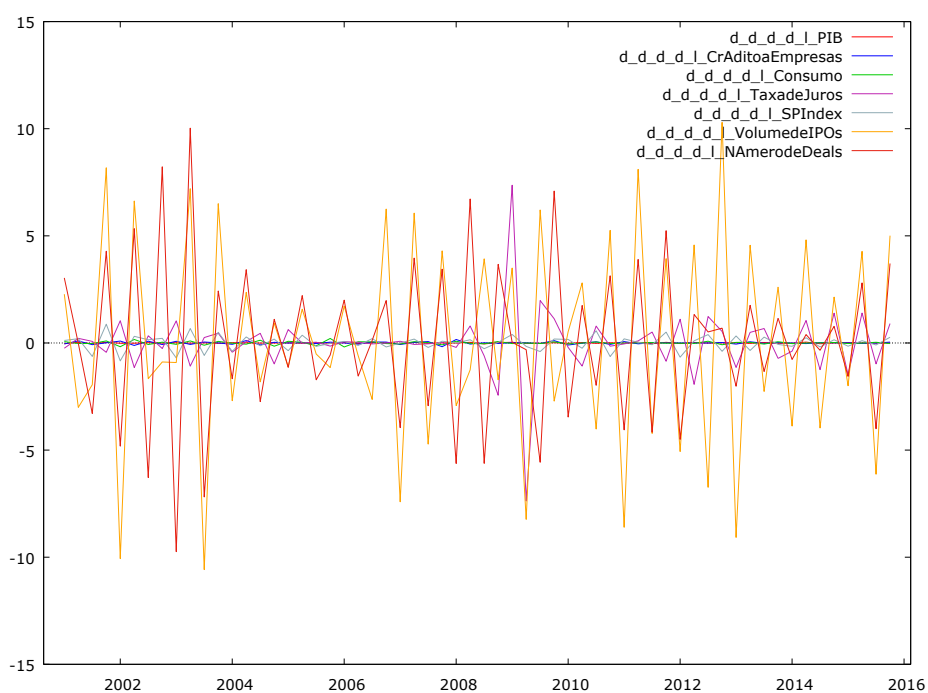
O gráfico acima demonstra o crescimento temporal (utilizando uma base 100) das três variáveis macroeconômicas utilizadas no modelo. Observa-se claramente que há uma tendência de crescimento ao longo do tempo. Essa tendência torna a série não estacionária

e dificulta o encontro de resultados factíveis para o modelo. Para eliminar a tendência da regressão e tornar a série estacionária, foram utilizados os seguintes passos

1. Acrescentou-se o log em cada variável
2. Tirou-se a primeira diferença de cada variável
3. Tirou-se a segunda diferença de cada variável
4. Tirou-se a terceira diferença de cada variável
5. Tirou-se a quarta diferença de cada variável

Sendo assim, o modelo trabalha com variáveis em log, com a quarta diferença. Foi escolhida a quarta diferença pois a frequência das variáveis é trimestral e assim é possível analisar a variação do trimestre do ano corrente contra o mesmo trimestre do ano anterior, ou seja, a variação anual. Observa-se que após utilizar o método citado, as séries indicam componente estacionário, conforme o gráfico abaixo:

Figura 32 - Série com componente estacionário



Sendo assim, todas as variáveis do modelo com exceção da taxa de juros estão em quarta diferença (em log). Foram estimadas duas regressões, onde a primeira tem como variável dependente o número de IPOs e a segunda seu volume. É interessante trabalhar com ambas regressões e analisar suas diferenças, porém espera-se que os resultados sejam parecidos. Número elevados de IPOs tendem a ocorrer em momentos de crescimento

econômico, assim como as ofertas tendem a ser mais volumosas nessas circunstâncias. Sendo assim, as duas regressões estimadas são:

Regressão 1:

$$d_d_d_d_1_Número \text{ de IPOs} = a0 + b1_d_d_d_d_1_SPIndex + b2_d_d_d_d_1_VendasVarejo + b3_d_d_d_d_1_CréditoBancário + b4_d_d_d_d_1_PIB + b5_TaxaJuros$$

Regressão 2:

$$d_d_d_d_1_Volume \text{ de IPOs} = a0 + b1_d_d_d_d_1_SPIndex + b2_d_d_d_d_1_VendasVarejo + b3_d_d_d_d_1_CréditoBancário + b4_d_d_d_d_1_PIB + b5_TaxaJuros$$

Visando melhorar a robustez da regressão, foram estimadas outras duas regressões incluindo três variáveis dummy para cada trimestre. É notório que algumas dessas variáveis apresentam componentes sazonais, como por exemplo as vendas no varejo são constantemente maiores no quarto trimestre devido a eventos como o natal, etc. Sendo assim, o objetivo dessa inclusão é captar a sazonalidade de cada trimestre, tornando as séries dessazonalizadas. A variável para o quarto trimestre foi omitida, dado que outros três trimestre foram definidos. Sendo assim, cada variável dummy é definida como:

A1 = 1 se trimestre = 1, 0 caso contrário

A2 = 1 se trimestre = 2, 0 caso contrário

A3 = 1 se trimestre = 3, 0 caso contrário

Com essas variáveis, temos duas novas regressões:

Regressão 3:

$$d_d_d_d_1_Número \text{ de IPOs} = a0 + b1_d_d_d_d_1_SPIndex + b2_d_d_d_d_1_VendasVarejo + b3_d_d_d_d_1_CréditoBancário + b4_d_d_d_d_1_PIB + b5_TaxaJuros + a1 + a2 + a3$$

Regressão 4:

$$d_d_d_d_1_Volume \text{ de IPOs} = a0 + b1_d_d_d_d_1_SPIndex + b2_d_d_d_d_1_VendasVarejo + b3_d_d_d_d_1_CréditoBancário + b4_d_d_d_d_1_PIB + b5_TaxaJuros + a1 + a2 + a3$$

5.5. Resultados

Os modelos foram estimados no programa econométrico GRETL e os resultados se encontram abaixo:

Figura 32 – Tabela 1 de resultados

Variável Dependente: d_d_d_d_l_Número de IPOs	Regressão 1 Coeficientes	Regressão 3 Coeficientes	Regressão 1 p-valor	Regressão 3 p-valor	Regressão 1 Nível de significância	Regressão 3 Nível de significância
Constante	0,01	2,59	0,99	0,00	Não significante	1%
d_d_d_d_SPIIndex	4,71	3,68	0,00	0,00	1%	1%
d_d_d_d_VendasVarejo	7,80	1,78	0,22	0,70	Não significante	-
d_d_d_d_Crédito	-16,39	-13,98	0,02	0,00	5%	1%
d_d_d_d_PIB	45,52	9,75	0,05	0,58	1%	1%
Taxa de Júros	2,67	0,05	0,91	0,79	5%	-
a1	-	-4,54	-	<0,0001	-	1%
a2	-	-0,40	-	0,65	-	-
a3	-	-5,25	-	<0,0001	-	1%

A tabela acima compara os resultados da regressão 1 com a regressão 3. Ambas têm como variável dependente o número de IPOs, a única diferença entre elas é a inclusão das variáveis dummy sazonais (presentes apenas na regressão 3).

Observa-se que de maneira geral, os resultados estão em linha com a revisão de literatura feita em seção anterior. O índice S&P é estatisticamente significativo a 1% e tem um impacto positivo relevante na quantidade de IPOs em ambas regressões. Portanto, conforme elaborado anteriormente, podemos dizer que em períodos de valorização da bolsa, o “apetite ao risco” aumenta por parte dos investidores aumenta, aumentando a confiança das empresas para abrir o capital.

Em relação ao crédito bancário, em ambas as regressões foi encontrada uma relação de causalidade negativa e estatisticamente significativa. Na primeira regressão, o coeficiente encontrado é significativo a 5%, enquanto na terceira, o nível de significância aumenta para 1%. Os resultados encontrados também evidenciam as teorias expostas na seção anterior, onde a dívida funciona como um meio de financiamento substituo ao *equity*. Portanto, quando o crédito bancário aumenta, as companhias têm menos incentivo a abrir o capital e se capitalizar via capital próprio.

Para as variáveis vendas no varejo e taxa de juros, foram encontrados coeficientes positivos, porém nenhum deles é estatisticamente significativo. Em relação ao PIB, os coeficientes são elevados, positivos e estatisticamente significantes a nível significância de 1%. Essa relação é bastante intuitiva e já foi debatida acima. O crescimento do produto interno produto tem impacto direto na receita bruta das companhias, impactando diretamente no seu valor intrínseco. Além disso, o apetite ao risco por parte dos investidores é relativamente maior em períodos de crescimento econômico, possibilitando maior número de IPOs.

Figura 33 – Tabela 2 de resultados

Parâmetro	Regressão 1	Regressão 3
Soma dos Resid. Quadrados	548,68	278,90
R-Quadrado	0,40	0,69
D.P Var Dependente	3,96	3,96
E.P da Regressão	3,18	2,33
R-Quadrado Ajustado	0,35	0,65
P-Valor (F)	0,00	0,00

A tabela acima demonstra a diferença de alguns parâmetros nas regressões 1 e 3. Observa-se que a soma dos resíduos quadrados, que são os componentes que o modelo não consegue explicar é menor na terceira regressão. Outra maneira de observar isso, é que o R-Quadrado aumenta em cerca de 29% na terceira regressão. Sendo assim, é possível afirmar que a inclusão das variáveis dummy de tempo aumentou o R Quadrado da regressão. Na terceira regressão, o modelo consegue explicar 69% dos valores observados. Além disso, o erro padrão da terceira regressão é relativamente inferior, demonstrando que as estimativas dessa regressão tem maior precisão.

Figura 34 – Tabela 3 de resultados

Variável Dependente: d_d_d_d_I_Volume de IPOs	Regressão 2 Coeficientes	Regressão 4 Coeficientes	Regressão 2 p-valor	Regressão 4 p-valor	Regressão 2 Nível de significância	Regressão 4 Nível de significância
Constante	-0,01	3,24	0,98	0,00	Não significante	1%
d_d_d_d_SPIIndex	2,18	0,60	0,29	0,72	Não significante	Não significativa
d_d_d_d_VendasVarejo	5,28	-1,58	0,58	0,83	Não significante	Não significativa
d_d_d_d_Crédito	-17,95	-17,27	0,09	0,04	10%	5%
d_d_d_d_PIB	63,84	9,42	0,07	0,75	10%	1%
Taxa de Júros	4,26	0,98	0,90	0,00	10%	1%
a1	-	-6,61	-	0,00	-	1,00%
a2	-	-0,23	-	0,87	-	-
a3	-	-5,99	-	0,00	-	1,00%

Conforme já estabelecido, as regressões 2 e 4 tem as mesmas variáveis explicativas, porém a variável dependente é o volume de IPOs. As relações encontradas variam de maneira significativa em relação às regressões anteriores. Observa-se que não há relação estatisticamente significativa entre o volume de IPOs e o S&P, bem como as vendas no varejo.

O crédito bancário continua obtendo relação de causalidade negativa em ambas as regressões, sendo estatisticamente significativa a 10% na segunda e a 5% na quarta. Outra variável que mantém as mesmas relações é o PIB, onde a relação é positiva em ambas, com nível de significância de 10% na segunda e 1% na quarta. Portanto, para essas variáveis, observa-se que a inclusão das dummy sazonais aumenta a robustez da regressão e o nível de significância das variáveis explicativas.

Em relação a taxa de juros, há uma diferença significativa em relação às regressões 1 e 3. Foi encontrada uma relação positiva e estatisticamente significativa a 10% na segunda regressão e 1% na quarta. Conforme discutido na revisão literária, a relação da taxa de juros não é totalmente clara. Uma maneira de interpretar a relação positiva é que, sob taxas de juros menores, companhias tem maiores incentivos a realizar operações de aquisição alavancada (*Leverage Buyouts*), que atuam como um substituto aos IPOs. Sob taxas de juros maiores, as aquisições alavancadas são mais arriscadas e menos comuns, incentivando a ocorrência dos IPOs.

Figura 35 – Tabela 4 de resultados

Parâmetro	Regressão 2	Regressão 4
Soma dos Resid. Quadrados	1.234,48	763,10
R-Quadrado	0,16	0,48
D.P Var Dependente	5,01	5,01
E.P da Regressão	4,78	3,86
R-Quadrado Ajustado	0,08	0,40
P-Valor (F)	0,07	0,00

Através dos parâmetros da tabela acima, observa-se que as regressões 2 e 4 explicam uma parcela relativamente menor dos valores observados comparado às regressões 1 e 3. Na segunda regressão, as variáveis explicativas explicam 16% dos valores observados, essa parcela aumenta para 48% quando as variáveis dummy sazonais são incluídas (regressão 4). Enquanto isso, conforme já estabelecido, na terceira regressão (que tem como variável dependente o número de IPOs), 69% dos valores observados conseguem ser explicados através das variáveis explicativas.

Sendo assim, pode-se estabelecer que as variáveis explicativas escolhidas têm uma relação de causalidade mais clara com o número de IPOs do que com o volume dos mesmos.

5.6. Conclusão

Os resultados dos modelos desse capítulo indicam que há uma relação empírica relevante entre crescimento econômico, número e volume de operações de IPO. De maneira geral, observa-se para dados dos Estados Unidos entre os anos 2000 e 2015, há uma relação positiva entre o produto interno produto, o número e o volume de operações de abertura de capital. Além disso, há uma relação negativa e estatisticamente significativa entre crédito bancário e as operações de IPO. O índice S&P, conforme esperado, demonstrou relação positiva e significativa, corroborando para o fato de um mercado mais aquecido ser propício a esse tipo de operação.

Em 2014, o Brasil apresentou um PIB de apenas 0,1%, o menor desde 2009 (ano posterior a crise do *subprime*). Além de um crescimento econômico muito abaixo da média, o índice Bovespa teve uma variação de -0,7%, já demonstrando o mau humor dos investidores com relação ao Brasil. Vale ressaltar ainda que nesse ano, o governo ainda

promovia uma política de expansão de crédito através dos bancos públicos e o acesso ao crédito era relativamente fácil. Todos esses fatores inibiam as operações de abertura de capital, dado que tanto os investidores quanto as firmas tinham baixo apetite ao risco.

Além das barreiras já citadas, em outubro de 2014, o Brasil passava pelas eleições políticas presidenciais, que traziam uma enorme incerteza política ao Brasil. A operação foi realizada no dia 24 de outubro de 2014, dois dias antes do segundo turno das eleições e possivelmente um dos momentos de maior volatilidade e incerteza ao longo dos últimos anos.

A evidencia brasileira demonstra todos os fatores discutidos acima, apenas uma empresa abriu o capital em 2014. Essa empresa conseguiu enfrentar todas essas barreiras e captar mais de R\$ 400 milhões no mercado, obtendo uma valorização de 63% desde a data da oferta. Nos capítulos anteriores, os bons fundamentos da empresa e do setor já foram abordados e no próximo a operação e sua viabilidade serão explicados detalhadamente.

6. O IPO da Ouro Fino

Parte das informações apresentadas nesse capítulo foram obtidas através de entrevistas com os principais membros da Ouro Fino que participaram do IPO.

6.1. Fundamentação das bases para o IPO

6.1.1. As origens: Período 1990-2007

Em 1987, os Srs. Jardel Massari e Norival Bonamichi fundaram, em Ribeirão Preto (SP) a Ouro Fino Saúde Animal, que tinha como foco de atuação a industrialização e o comércio de medicamentos de uso veterinário.

Ao longo das décadas de 1980 e 1990, o setor de saúde animal apresentou intensa desregulamentação. Com isso, os investimentos necessários para criar um negócio e penetrar no setor eram muito inferiores, resultando em menos barreiras de entrada. Essas características permitiram à Ouro Fino um elevado crescimento ao longo desse período, se consolidando como um *player* importante nesse setor.

Em 2004, o ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento estabeleceu o decreto 5053, que aumentou significativamente a regulamentação do setor através da fiscalização de Produtos de Uso Veterinário e dos Estabelecimentos que os fabriquem ou comercializem. A Ouro Fino foi diretamente impactada por essa medida e buscou se adequar rapidamente aos novos padrões. A rápida adequação ajudou a consolidar a reputação da companhia e estabelece-la como líder de qualidade no setor.

Entre 2001 e 2004 também foi construída uma nova fábrica de produtos veterinários em Cravinhos, com capacidade de processamento de 5,2 milhões/ano de litros de produtos líquidos e 6,5 toneladas/ano de produtos sólidos. Essa fábrica estava alinhada com as normas internacionais chamadas de GMP (*Good Manufacturing Practices*), que são adotadas como linguagem universal da indústria farmacêutica no estabelecimento de parâmetros de segurança e eficácia.

Desta forma, a expansão da empresa esteve alinhada com a melhoria da infraestrutura e aos padrões de qualidade. Esse alinhamento possibilitou a Ouro Fino atingir a excelência em seus processos operacionais e assim se qualificar para obter os registros necessários para ingressar nos mercados de países desenvolvidos, onde o FDA (*Food Drug and Administration*) nos EUA é um destaque. Além disso, o aumento da

regulamentação no setor atuou aumentando as barreiras de entrada, o que beneficiou os *players* que já tinham uma posição consolidada, tais como a Ouro Fino.

Além dos padrões de qualidade, a companhia também apresentou presença internacional desde cedo. Os medicamentos produzidos pela Ouro Fino demandam insumos que tem elevada escassez no Brasil. Sendo assim, a companhia estabeleceu fortes parcerias internacionais para importação desses produtos, o que contribuiu para a consolidação de sua presença internacional, tornando-a visível aos outros *players* e investidores do setor desde seu início.

6.1.2. BNDESPAR se torna sócio: 2007

Em 2007, o BNDESPAR adquiriu 20% do capital da companhia, através de um investimento de R\$ 105.000.075,00, que representava um *valuation* implícito de R\$ 420 milhões (*Pré-Money*) e R\$ 525 milhões (*Post-Money*) para a companhia. O aumento de capital se deu através de dois aportes de R\$ 83,8 milhões em 2007 e R\$ 21,7 milhões em 2008.

Com o investimento realizado, a empresa estabeleceu o compromisso de realizar a abertura de capital no Novo Mercado em até 30/06/12. Caso isso não ocorresse, o BNDESPAR tinha direito de resgatar suas ações através do fundo de resgate ao qual seriam destinados 30% do lucro líquido de cada exercício.

A tese de investimento do BNDESPAR compreendia cinco fatores principais:

1. A implementação de unidades industriais visando a produção de terapêuticos hormonais e biológicos (vacinas para a febre aftosa)
2. Implantação da Fábrica de Agroquímicos (Ouro Fino Química)
3. Melhoria na Governança Corporativa
4. Melhoria na Estrutura de Capital
5. Intensificação do processo de internacionalização da empresa

Conforme abordado anteriormente, o grupo Ouro Fino apresentava elevado crescimento no início da década de 2000. A empresa até então era controlada pelos dois sócios fundadores e financiava seus projetos através de dívida. A entrada de um novo sócio naquele período se demonstrava uma boa alternativa como fonte de recursos para

os novos projetos, bem como para o investidor, que enxergava uma grande oportunidade de ganho de valor na companhia.

Primeiramente, a entrada de *equity* na companhia no período se demonstrava necessária para melhorar a estrutura de capital da companhia. A empresa havia crescido consideravelmente nos anos anteriores e ao final de 2006 já atingia um faturamento de aproximadamente R\$ 140 milhões, enquanto seu patrimônio líquido era de cerca de R\$ 50 milhões. Além disso, no mesmo ano, a empresa conseguiu alongar uma parcela relevante de sua dívida, o que melhorou seu perfil de endividamento. Entretanto, esse alongamento não foi acompanhado por uma redução do custo de dívida, pois mais da metade de seu passivo bancário de longo prazo (cerca de R\$ 26 milhões) estava indexado ao CDI. O plano contemplava a amortização dessa parcela da dívida com os recursos aportados pelo novo sócio, o que iria reduzir substancialmente o custo de capital da empresa.

No plano de investimentos realizado, outro objetivo era fomentar a expansão da fábrica de Cravinhos, implementando novas unidades industriais para produzir terapêuticos hormonais e vacinas contra a febre aftosa. Além disso, também constava no plano de negócios o deslocamento da área administrativa da empresa para Cravinhos, pois até então a mesma ficava localizada no centro de Ribeirão Preto, distante das fábricas. O estabelecimento de ambas na mesma localização era visto como benéfico, pois facilitava a comunicação e a organização da gestão de pessoas.

A implantação da fábrica de agroquímicos era outro item importante do plano de negócios. O Brasil é um dos maiores produtores agrícolas do mundo, o que torna o setor de agroquímicos muito importante no controle de pragas e outras culturas através do uso de defensivos agrícolas. Os defensivos permitem a manutenção da produtividade agrícola e da rentabilidade do agronegócio. A fábrica foi construída no estado de Minas Gerais por ter localização mais próxima aos clientes do setor e tem produtos com abrangência variada, entre Acaricidas, Fungicidas, Herbicidas, Inseticidas e Raticidas. A construção dessa fábrica demandou aproximadamente R\$ 25 milhões.

Outro ponto que demandava melhoria na companhia era a governança corporativa. Até então, a companhia não possuía conselho de administração e conselho fiscal. O estabelecimento de uma governança adequada era fundamental para formar uma gestão sólida e direcionar as ações da companhia.

O último item a ser considerado era o aprofundamento do processo de internacionalização da companhia. A estratégia era aumentar a presença da empresa em

mercados desenvolvidos, tais como os Estados Unidos e a Europa e parte dos recursos aportados pela BNDESPAR foram destinados a esse fim.

6.1.3 Período 2007 – 2014

O investimento realizado em 2007 pelo BNDESPAR teve grande parte de suas metas cumpridas, obtendo excelentes resultados para a companhia. Em relação à nova unidade industrial para produção de vacinas contra a febre aftosa, as obras foram concluídas em outubro de 2008 e em dezembro do mesmo ano foi concedida a certificação pela comissão de Biossegurança do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA), que tornou a Ouro Fino apta para receber as sementes de vírus e realizar a produção das vacinas. A licença para comercialização foi obtida dois anos após o desenvolvimento da vacina, em 2010.

Parte dos recursos investidos pelo novo sócio foram destinados a planta de terapêuticos hormonais. Esse investimento também teve absoluto sucesso, onde a construção da fábrica foi concluída no início de 2008 e a comercialização dos produtos iniciou no segundo semestre do mesmo ano.

A planta industrial agroquímica foi concluída em 2010 e está localizada em Uberaba (MG). Essa planta está alinhada com os padrões de qualidade da empresa, apresentando o maior grau de tecnologia da América Latina, com capacidade de produção de 100 milhões de litros/ano e 40.000 km² de área construída.

Figura 36 – Resultado Financeiro anos Pré IPO

R\$ Milhões	2011	2012	2013	2014	2015
Receita Líquida	296,1	320,1	384,0	432,2	534,0
Animais de Produção	251,6	267,2	315,4	346,2	435,5
Animais de Companhia	27,6	36,1	45,9	59,3	62,4
Operações Internacionais	16,9	16,8	22,7	26,7	35,9
EBITDA	57,1	54	85,1	98,2	119,1
Margem EBITDA	19,28%	16,87%	22,20%	22,70%	22,30%
Lucro Líquido	33,6	31,9	42	51,3	69,2

Fonte: Companhia

Através da tabela acima, é possível observar a evolução dos resultados financeiros entre 2011 e 2015. A penetração nos dois novos segmentos de terapêuticos hormonais e vacinas para febre aftosa tiveram impacto positivo significativo nos resultados da empresa, tornando sua saúde financeira mais propícia a abertura de capital.

Além do desenvolvimento das novas frentes de atuação descritas acima, a companhia passou por um processo de melhoria de governança corporativa significativo. Abaixo, há alguns exemplos das medidas que foram tomadas nesse sentido:

1. Conselho de Administração. Implementado em 2012 e atualmente formado por cinco membros, dos quais três são independentes.
2. Conselho Fiscal. Implementado em 2013 e atualmente formado por três membros
3. Novo sistema de gestão integrado para a companhia implantado em 2014, o SAP. Esse sistema tem como objetivo aumentar o controle dos processos internos, bem como melhorar a tecnologia da informação utilizada. Seu desenvolvimento resultou no prêmio “*Impact Awards 2014*”, durante a 17ª Conferência Anual da ASUG Brasil.
4. Comitê de Auditoria Estatutário. Também foi implementado em 2014, é formado por três membros e presidido pelo conselheiro independente do Conselho de Administração
5. Foi contratada auditoria trimestral da *Price* e implementado um calendário de eventos societários.

As medidas exercidas melhoraram consideravelmente a governança corporativa da companhia e foram essenciais na preparação do IPO. Vale ressaltar que em 2013, foi contratada a consultoria BCG para planejamento da Saúde Animal, que intensificou os processos de melhoria da governança corporativa e corroborou para a abertura de capital no ano seguinte.

6.2. Racional da Operação

6.2.1. Prazo de Desinvestimento do BNDESPAR

Conforme explicado anteriormente, em 2007 o BNDESPAR adquiriu 20% de participação societária na Ouro Fino através de um aporte de R\$ 105 milhões. Quando o contrato foi firmado, a empresa estabeleceu o compromisso de fazer o desinvestimento através da abertura de capital no Novo Mercado da BOVESPA até 30/06/2012.

Ocorre que em quando a empresa atingiu esse limite, ela passava por uma fase de elevado crescimento, mas seus sócios acreditavam que ainda era necessário algum tempo para que a operação pudesse gerar o máximo de valor. Sendo assim, o prazo de desinvestimento foi estendido por dois anos e a empresa estabeleceu o compromisso de abrir seu capital até 2014.

6.2.2. Diferenciais da empresa

Após 27 anos de existência, em 2014 a Ouro Fino Saúde Animal realizou a única oferta pública inicial do ano. O sucesso da operação só foi possível devido a um longo processo de preparação, que consolidou os fundamentos da empresa e tornou o mercado extremamente receptivo a ela, mesmo com as condições adversas do período. Como esses fatores já foram extensamente abordados no capítulo III, abaixo destaca-se resumidamente cada um deles:

- Elevado padrão de governança corporativo já estabelecido, com a presença de todos os comitês e conselhos necessários.
- Parque Industrial com tecnologia extremamente avançada e alinhada com os padrões internacionais, sendo eles:
 1. *Good Manufacturing Practices* (GMP)
 2. Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA)
 3. *European Medicines Agency* (EMA)
 4. *Food & Drug Administration* (FDA)
- Estratégia focada em Pesquisa e Desenvolvimento, com a constante criação de produtos inovadores e de alto valor agregado

1. Aproximadamente 6,4% da receita líquida é destinada a P&D, o que correspondeu a aproximadamente R\$ 86 milhões nos últimos anos
2. Ciclo médio da fase de desenvolvimento até a aprovação do MAPA é de 30 meses, que está abaixo da média do setor
3. Total de 39 produtos lançados nos últimos 5 anos, onde 26% da receita líquida deriva dos mesmos
4. Mais de 115 profissionais com boa formação acadêmica
 - “DNA Comercial”. Excelente modelo de distribuição, onde há grande proximidade entre a empresa e seus clientes, com:
 1. Vendas Pulverizadas: Base de 4.800 clientes ativos, onde os três maiores clientes detêm apenas 9,2% de *Market Share*. A pulverização reduz as flutuações do fluxo de caixa
 2. Proximidade com o cliente: Desenvolvimento e adequação dos produtos a partir da demanda do cliente
 3. Equipe de vendas qualificada: 220 colaboradores, onde grande parte tem formação universitária, principalmente em cursos de zootecnia e veterinária
 4. *Marketing* de relacionamento: Contato constante com o cliente, buscando a avaliação dos produtos e possíveis melhorias
 - Setor de saúde animal tem certa resiliência às condições macroeconômicas
 1. Segmento com muita regulação e elevadas barreiras de entrada, que são benéficas aos *players* existentes
 2. A impossibilidade de alta competitividade permite que os *players* existentes obtenham margens mais elevadas

6.3. Características da Oferta

6.3.1. Tipo da Oferta

Em 22 de agosto de 2014 foi protocolado o pedido de registro da oferta pública na CVM. A oferta consistiu na distribuição de um total de 13.461.539 ações, onde 1.923.077 eram primárias e 11.538.462 secundárias, havendo ainda a possibilidade de 2.019.230 ações suplementares.

Figura 37 – Informações da oferta (tabela 1)

Informações da Oferta	Quantidade	Preço (R\$)	Valor Oferta (R\$)
Ações Primárias	1.923.077	27,00	51.923.079,00
Ações Secundárias	11.538.462	27,00	311.538.474,00
Ações Suplementares	2.019.230	27,00	54.519.210,00
Total (sem ações suplementares)	13.461.539	-	363.461.553,00
Total (com ações suplementares)	15.480.769	-	417.980.763,00

Fonte: CVM

Obs: A tabela considera o preço de R\$ 27 por ação

Conforme se observa na tabela acima, foi realizada uma oferta de R\$ 363,4 milhões, com possibilidade de atingir R\$ 417,9 milhões através das ações suplementares caso houvesse um excesso de demanda.

Houve excesso de demanda pelo ativo e as ações suplementares também foram distribuídas como ações primárias. Do total da oferta, cerca de R\$ 311 milhões foram compostos por ações secundárias e apenas R\$ 106,5 milhões formados por ações primárias. Essa divisão traz uma discussão interessante que remete o problema da seleção adversa, discutido no primeiro capítulo.

O problema da seleção adversa em IPOs (MYERS e MAJLUF, 1984) ocorre quando existe uma relação de assimetria de informações entre a companhia e os investidores, onde os executivos da companhia tem maior conhecimento de suas informações. Em uma oferta majoritariamente secundária, os recursos provenientes da venda das ações são direcionados aos acionistas da empresa e essa venda pode ser interpretada pelos investidores como uma tentativa de saída da companhia devido a informações que não foram compartilhadas. Sendo assim, é fundamental que nesse tipo de oferta, haja uma enorme transparência nos motivos que determinaram a divisão do tipo de oferta.

No caso da Ouro Fino, grande parte de sua oferta foi de ordem secundária. Alguns meses antes do IPO foi feita uma cisão entre a as unidades de Saúde Animal e Química (detalhamento na próxima seção) e posteriormente apenas a primeira abriu o capital. Enquanto a Ouro Fino Química era uma empresa nova, com resultados financeiros ainda pouco robustos e elevado grau de endividamento, a Ouro Fino Saúde Animal já era uma empresa estabelecida no setor. Além disso, a primeira empresa é muito intensiva em capital de giro e por isso demandava alta disponibilidade de caixa, que era gerado pela unidade de Saúde Animal. Como os sócios de ambas as empresas eram os mesmos

(tinham participação na mesma *holding* que controlava as duas unidades), era desejo de todos viabilizar o crescimento da Ouro Fino Química. Assim, foi explicado aos investidores que os recursos provenientes da oferta secundária seriam destinados ao crescimento da Ouro Fino Química.

6.3.2. Estrutura Societária

A distribuição das ações no IPO alterou consideravelmente a composição de sócios e suas respectivas participações societárias. O quadro abaixo resume as mudanças societárias causadas pela oferta primária.

Figura 38 – Informações da oferta (tabela 2)

	Antes da Oferta		Após a Oferta	
	Ações Ordinárias	%	Ações Ordinárias	%
Jardel Massari.....	18.438.557	36,88	14.834.135	27,50
Norival Bonamichi.....	18.438.557	36,88	14.834.135	27,50
BNDESPAR.....	9.966.788	19,93	6.666.788	12,36
Dolivar Coraucci				
Neto.....	996.679	1,99	801.845	1,49
Fábio Lopes Júnior ...	996.679	1,99	801.845	1,49
Carlos Henrique.....	996.678	1,99	356.728	0,66
General Atlantic.....	0	0,00	7.407.407	13,73
Outros.....	166.062	0,33	8.239.424	15,27
Total.....	50.000.000	100,00	53.942.307	100,00

Fonte: CVM

Obs: A tabela considera o preço de R\$ 27 por ação

Conforme pode ser observado acima, as ações primárias somadas ao lote suplementar totalizam 3.942.307 ações, que é exatamente a diferença do total de ações ordinárias antes e depois da oferta. As diferenças nas participações societárias são resultado da venda das ações dos sócios para dois novos investidores: A General Atlantic e outros investidores. Essa venda totalizou 15.646.831 ações, sendo 3.942.307 primárias e 11.538.462 secundárias.

Todos os acionistas venderam apenas uma parcela de sua participação societária e os dois sócios fundadores permaneceram com o controle societário da companhia. O quadro de vendas é destacado abaixo:

Figura 39 – Informações da oferta (tabela 3)

Acionista Vendedor	Quantidade de Ações Alienadas	% do Total	Valor (R\$)⁽¹⁾⁽²⁾
BNDSPAR	3.300.000	28,60	89.100.000
Jardel Massari.....	3.604.422	31,24	97.319.394
Norival Bonamichi	3.604.422	31,24	97.319.394
Dolivar Coraucci Neto	194.834	1,69	5.260.518
Fábio Lopes Júnior	194.834	1,69	5.260.518
Carlos Henrique	639.950	5,55	17.278.650
Outros	0	0,00	0
Total	11.538.462	100,00	311.538.474

Fonte: CVM

Obs: A tabela considera o preço de R\$ 27 por ação

6.3.3. Destinação dos recursos

Em relação ao uso dos recursos da oferta primária, havia basicamente três destinos.

1. A aceleração do plano de crescimento no mercado local, através do desenvolvimento da plataforma de biotecnologia;
2. A expansão internacional em mercados-chave, como México e Colômbia;
3. A redução do nosso nível de endividamento, com a amortização parcial do passivo bancário.

Ficou estabelecido que cerca de 53% dos recursos seriam destinados aos dois primeiros itens, enquanto o último receberia 47% dos recursos. A efetividade dessas ações após a oferta será discutida em seção posteriores

6.3.4. Listagem no novo mercado

No acordo firmado com o BNDES em 2007, a companhia se comprometeu a ser listada no Novo Mercado. Esse segmento da bolsa foi lançado em 2000 e tem um padrão de governança diferenciado, que amplia os direitos dos acionistas e tem uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente. Abaixo estão listadas as principais regras do Novo Mercado, disponibilizada no site da BM&BOVESPA.

1. O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
2. No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (tag along de 100%);

3. Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública de aquisição, para recomprar as ações de todos os acionistas pelo valor econômico, no mínimo;
4. O conselho de administração deve ser composto por pelo menos cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes, com mandato máximo de dois anos;
5. A empresa também se compromete a manter, no mínimo, 25% das ações em circulação (*free float*);
6. Divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente;
7. A empresa deve disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito;
8. Necessária divulgação mensal das negociações com valores mobiliários da empresa pelos diretores, executivos e acionistas controladores.

A listagem no novo mercado reforça a política de total transparência e alto grau de governança corporativa da empresa

6.4. As etapas do IPO

6.4.1. Primeira etapa

6.4.1.1. Definição do time interno do Ouro Fino e contratação de agentes externos

A primeira etapa do processo do IPO consistiu em definir quem seriam os participantes da operação. A empresa dedicou um total de 46 funcionários de diferentes áreas à operação, sendo elas controladoria, jurídico, financeiro, fiscal, PDI, TI, registro, administrativo, comercial, RH e indústria. Esses analistas ficaram responsáveis pela coordenação do fluxo de documentos, alinhamento do fluxo de aprovação, gerenciamento dos prazos a entregar e do cronograma completo do projeto.

Além dos agentes internos, foram contratados 4 bancos para assessorar o processo. Dentre eles, estão o JP Morgan, que foi escolhido como coordenador líder da oferta ou *Underwriter*, o Itaú BBA, o Bradesco Bradesco BBI e o BB Investimentos. O critério de escolha para os bancos envolveu a competência, o relacionamento passado e a expectativa de relacionamento futuro. Os bancos que tiveram maior atuação na parte de Investment

Banking foram o JP Morgan e o Itaú BBA, enquanto o Bradesco BBI e o BB Investimentos eram credores da empresa anteriormente e entraram na oferta mais focados na distribuição de ações da companhia.

Também foram contratados 4 escritórios de advocacia. Como escritórios dos bancos, foram contratados o Mattos Filho (assessor local) e o White & Case (assessor internacional). Além desses, foram contratados como advogados da empresa o Lefosse Advogados (assessor local) e o Davis Polk (assessor internacional).

6.4.1.2. Otimização da estrutura societária: O processo de cisão

Conforme explicado na Introdução, esse trabalho aborda o IPO da Ouro Fino Saúde Animal. Entretanto, há outra empresa relevante do grupo Ouro Fino, que é a Ouro Fino Química Ltda.

Essa empresa foi fundada em 2010 e atua no setor de agronegócios, na produção de defensivos agrícolas. Até meados de 2014, a Ouro Fino Saúde Animal e a Química eram controladas pela mesma holding, a Ouro Fino Participações e Empreendimentos S.A. Em junho de 2014 foi feita uma cisão entre as duas empresas e posteriormente apenas a Ouro Fino Saúde Animal abriu o capital.

O racional para a cisão era a diferença de valor intrínseco das duas empresas no momento do IPO. Enquanto a Ouro Fino Saúde Animal foi avaliada em aproximadamente R\$ 1.3 bilhão (pelo investidor âncora), a Ouro Fino Química valia aproximadamente R\$ 188 milhões. Os quadros abaixo comparam alguns fundamentos das duas empresas no período da cisão:

Figura 40 – Informações da oferta (tabela 4)

Ouro Fino Saúde Animal	Ouro Fino Química
Fundada em 1987	Fundada em 2010
Setor: Saúde Animal	Setor: Agronegócio
Atua na fabricação de medicamentos veterinários	Atua na fabricação de defensivos agrícolas
Maior empresa brasileira do setor de saúde animal da América Latina	No período da cisão, tinha aproximadamente 21 produtos em fabricação
Portfólio completo de produtos adaptados para o Brasil	No período da cisão, tinha aproximadamente 23 produtos sujeitos a aprovação e lançamento até 2017
Modelo de Distribuição eficiente, com mais de 4.700 clientes	

Fonte: Companhia

Valores em R\$ MM	Ouro Fino Saúde Animal			Ouro Fino Química		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Receita Líquida	300	320	384	97	199	310
EBITDA	67	66	85	-3	19	43
Equity Value (no momento da cisão)	1.300			188		

Fonte: Companhia

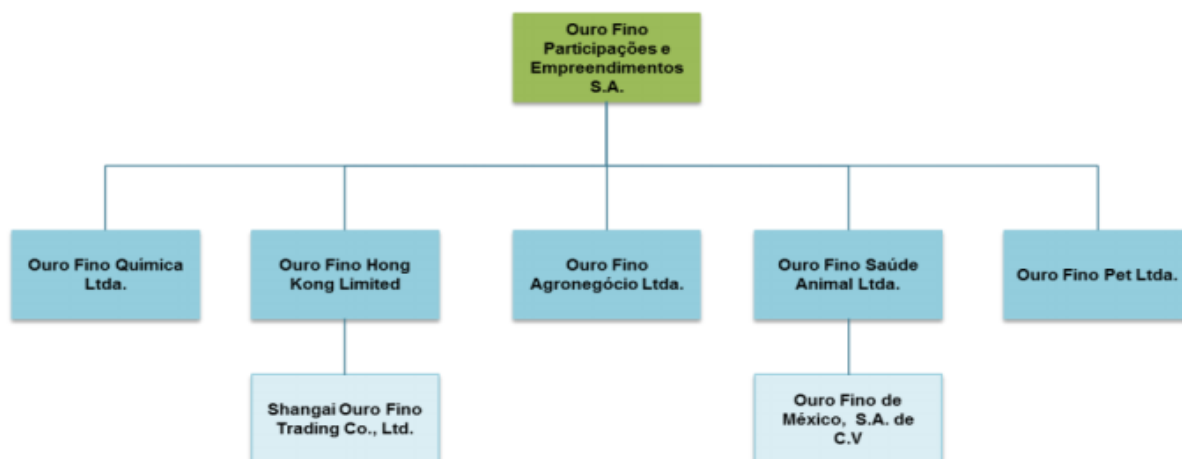
Conforme observado nos quadros acima, no período da cisão as duas empresas tinham fundamentos muito diferentes, que são refletidos em seu desempenho financeiro. Para maximizar o valor da Saúde Animal no IPO, foi feita uma cisão parcial no valor contábil de R\$ 188.626.985,84 em 30 de junho de 2014.

Vale ressaltar que haviam avais entre o passivo bancário das duas empresas. Antes da cisão, os executivos das duas empresas realizaram um árduo trabalho de descruzamento desses avais a fim de viabilizar a operação.

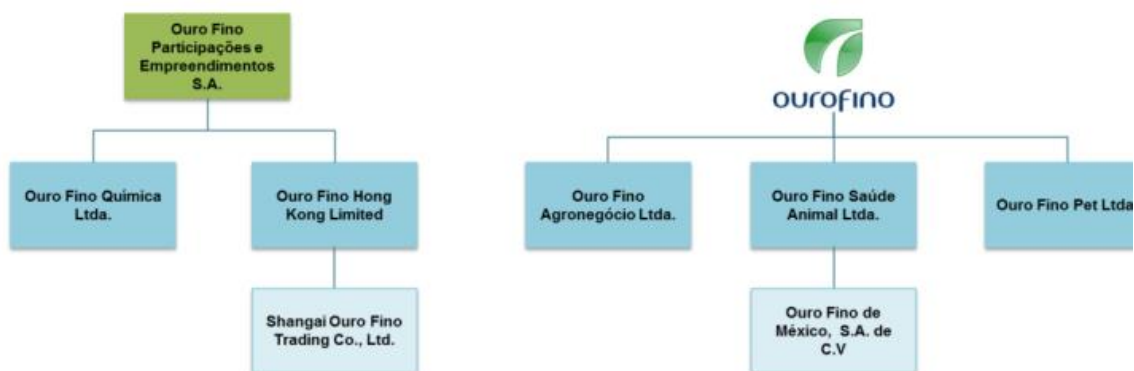
A cisão alterou a estrutura societária da companhia, conforme demonstram os organogramas abaixo:

Figura 41 – Estrutura societária Antes e Depois do IPO

Antes



Depois



6.4.2. Segunda etapa

Ao longo dos meses de julho e agosto foi feito trabalho intenso, focado em três atividades principais. A primeira delas consiste na preparação dos documentos legais, que envolve principalmente o formulário de referência e o prospecto do IPO.

A segunda atividade envolve a apresentação da estratégia de negócios, com a confecção de um Business Plan incluindo todas as projeções financeiras e operacionais. Além disso, foi elaborada uma apresentação da companhia aos bancos envolvidos, detalhando informações sobre a estrutura da oferta, cronograma e tese de investimento.

Nesses meses, o website da Ouro Fino foi remodelado, visando atender os novos padrões necessários. Assim, além do aumento de informações disponíveis no website da Ouro Fino Saúde Animal, foi realizada uma segregação entre o website da Ouro Fino Saúde Animal e Ouro Fino Química.

6.4.3. Terceira etapa

6.4.3.1 Obtenção do Investidor Âncora

O mês de setembro foi marcado por um trabalho intenso na preparação do Road Show. Esse trabalho envolveu a realização das apresentações que seriam feitas aos investidores em diversos formatos. Após o preparo do material foram feitos diversos treinamentos e ensaios com os diretores da empresa, bem como sessões de treinamento para Q&A (perguntas e respostas).

Nesse período, também foi realizado o processo de *pilot fishing*. Nele, os diretores da companhia apresentaram a potenciais investidores a estrutura da operação, o mercado de atuação da empresa, seu histórico de atuação e principais diferenciais. O objetivo desse processo foi testar a sensibilidade de aceitação do mercado à companhia. Devido ao ambiente macroeconômico desafiador do período, esse processo ganhou ainda mais importância, pois de certa forma testava o “apetite” do investidor à oferta.

Ao longo das conversas com potenciais investidores, a *General Atlantic*, demonstrou interesse em realizar o investimento através de um dos seus fundos de *private equity*. Em 26 de setembro, a companhia e os acionistas celebraram um acordo de investimento, no qual ela firmou o compromisso de investir R\$ 200 milhões na companhia com base em um *valuation pre money* de R\$ 1.300 milhões. A negociação foi feita entre as duas partes, porém o investimento foi liquidado no âmbito da oferta, de forma que a *General Atlantic* não participou do processo de *Book Building*.

O acordo com a *General Atlantic* teve enorme importância para a Ouro Fino, pois o fundo atuou como um investidor âncora. Em um momento de tanta incerteza política e volatilidade na bolsa de valores, a companhia já tinha um investimento de R\$ 200 milhões garantido, que representava pouco menos da metade da oferta. Esse anúncio reforçou aos demais investidores os sólidos fundamentos da companhia, que superavam as condições de mercado adversas.

6.4.3.2. Road show e Book Building

O *Road show* do IPO foi realizado entre os dias 1 e 16 de outubro e teve como foco atrair investidores qualificados, fundamentalistas e de longo prazo. Foram feitas apresentações à um total de 135 investidores em um total de 8 cidades nos EUA, Brasil e Europa.

Ao longo do Road Show, o preço foi estabelecido entre R\$ 26 e 27 por ação. O quadro abaixo indica as variações de valor do *equity* da companhia sob diferentes cenários de preço *pre Money e post Money*. A companhia detinha 50 milhões de ações antes da oferta, que foi acrescida em 3,9 milhões de ações primárias e lote suplementar (a ser explicado em seção posterior).

Figura 42 – Faixa de Preços usados no IPO

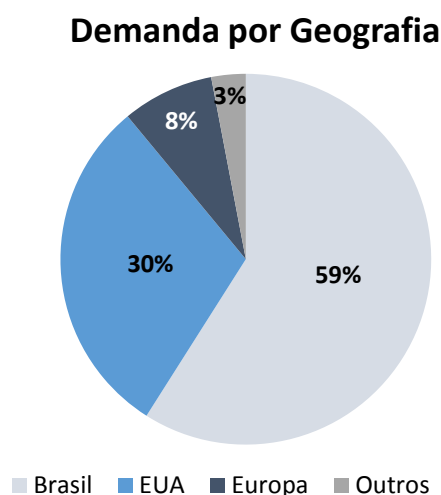
Valuation	Quantidade de Ações	Preço da ação (R\$)	Valor do Equity (R\$)
Pre Money			
Preço Mínimo	50.000.000	26,00	1.300.000.000,00
Preço Máximo	50.000.000	27,00	1.350.000.000,00
Post Money			
Preço Mínimo	53.942.307	26,00	1.402.499.982,00
Preço Máximo	53.942.307	27,00	1.456.442.289,00

Fonte: CVM

A receptividade dos investidores para a empresa mesmo em um cenário macroeconômico desafiador foi imensa. O histórico de sucesso aliado aos excelentes fundamentos da companhia gerou uma enorme demanda pelo papel por parte dos investidores. Após a realização de todas as reuniões, a demanda total foi 5 vezes superior ao *book* inicial, de forma que o preço final foi estabelecido em R\$ 27 por ação, topo da faixa de preços sugeridos.

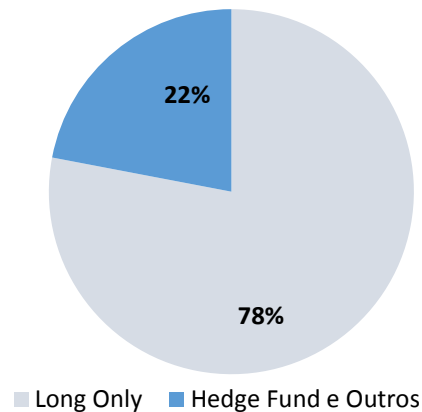
O excesso de demanda pelo ativo levou a companhia a distribuir também ações suplementares, que totalizaram 2.019.230 ações e R\$ 54,5 milhões. Sendo assim, a oferta final totalizou R\$ 417,9 milhões. A distribuição geografia e por tipo de investidor da oferta é descrita nos gráficos abaixo:

Figura 43 – Distribuição do ativo por tipo de investidor e geografia



Fonte: Companhia

Demanda por tipo de Investidor



Fonte: Companhia

Como se pode observar, 78% dos investidores foram fundos *Long Only*, enquanto 22% são representados por *Hedge Funds* e Outros. Sabe-se que o primeiro tipo de investidor tende a ser mais fundamentalista e ter objetivos de longo prazo, enquanto *Hedge Funds* podem apresentar as mais variadas estratégias de investimento. Sendo assim, além de atrair um número de investidores muito elevado, eles estão em linha com o perfil buscado pela companhia.

6.5. A companhia após o IPO

6.5.1. Destino dos recursos da oferta

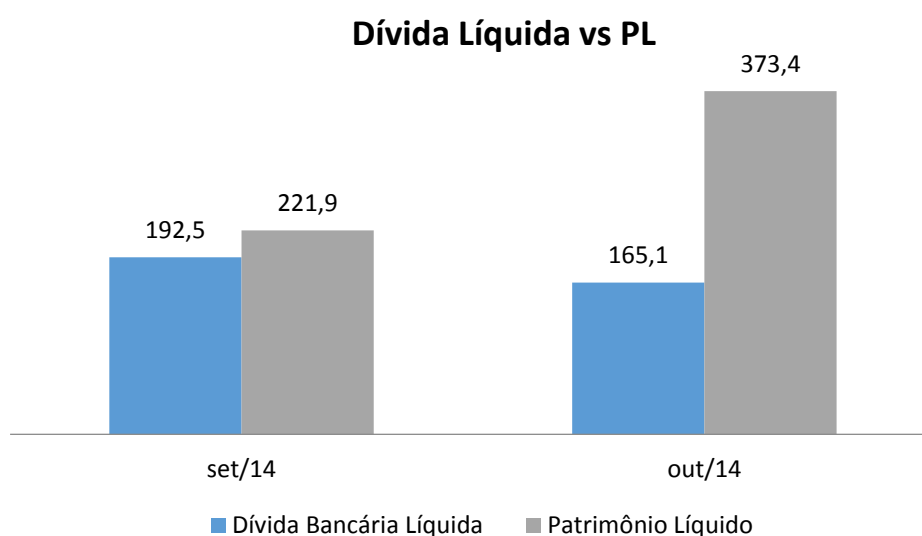
Conforme explicado na seção anterior, a oferta final foi de R\$ 417,9 milhões, composta por R\$ 106,5 milhões de ações primárias e R\$ 311,4 milhões de ações secundárias. Todos os recursos foram extremamente importantes, porém tiveram destinos diferentes, conforme estabelecido no *Business Plan* do IPO. Os recursos da oferta primária foram destinados ao:

1. Lançamento de produtos e investimento em Pesquisa e Desenvolvimento. Um ano após o IPO, 11 produtos novos já haviam sido lançados, sendo 4 em 2014 e 7 em 2015. No mesmo período, a companhia investiu R\$ 24,9 milhões no desenvolvimento de novos produtos.
2. Desenvolvimento da nova fábrica de biológicos, que será concluída em dezembro de 2016 e terá suas atividades iniciadas no início de 2017.
3. Internacionalização da companhia. A companhia fortaleceu sua presença principalmente na América Latina, onde ampliou sua equipe comercial no México

em mais de 10 pessoas e aumentou suas vendas em cerca de 70%. Na Colômbia, adquiriu um novo distribuidor local e começou a comercializar em setembro de 2015.

4. Redução da alavancagem. A entrada do *equity* do IPO possibilitou a amortização de parte da dívida, além de aumentar o patrimônio líquido e melhorar a estrutura de capital da companhia. O gráfico abaixo compara esses valores antes e depois da operação

Figura 44 – Comparação do passivo e do PL antes e depois da operação



Indicadores	set/14	set/15
Dívida Líquida/PL	0,89x	0,44x
Dívida Líquida/EBITDA	3,02x	2,08x
Custo médio da dívida	7,03%	6,75%

Conforme demonstra o gráfico e a tabela acima, houve significativa desalavancagem desde o IPO. Além de reduzir sua dívida líquida e aumentar seu patrimônio líquido, a companhia reduziu o custo da dívida e assim melhorou seu custo de capital.

A redução do custo da dívida está em linha com a hipótese de Pagano et Al (1993) abordada no primeiro capítulo, que fundamenta sua tese no fato de que empresas de capital aberto têm mais opções de financiamento e, portanto tem maior poder de barganha com os bancos. Além disso, elas são obrigadas a publicar suas demonstrações financeiras,

o que diminui a assimetria de informações entre os investidores e os administradores da companhia. Segundo o autor, o aumento de barganha com os credores aliado a redução da assimetria de informações culmina em uma redução no custo da dívida, resultando assim em um menor custo de capital.

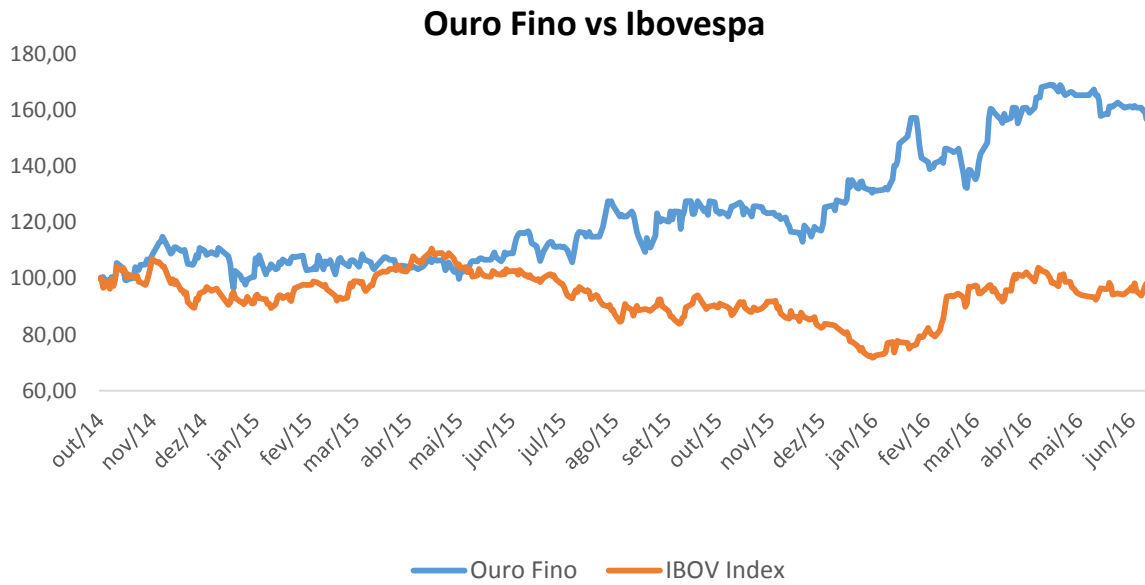
6.5.2. Desempenho da ação

Os diferenciais da Ouro Fino permitiram o elevado sucesso de sua oferta pública inicial mesmo em um cenário macroeconômico tão desafiador. Conforme abordado na seção anterior, a demanda pela companhia foi 5 vezes superior à oferta disponível no *book* IPO. No entanto, a data do IPO representava apenas o início de um longo período de recessão econômica brasileira, que se estende até os dias atuais.

O cenário de mercado desafiador e a redução da demanda agregada vêm impactando negativamente o desempenho de muitas companhias. Nessas condições, o “apetite a risco” do investidor reduziu de maneira significativa, de forma que a demanda por ações brasileiras é cada vez menor. Uma das maneiras de observar essa saída de capital do país é o Índice Ibovespa, que é uma média ponderada do desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. Entre a data do IPO (21/10/2014) e 30/06/2016, o índice se desvalorizou em cerca de 12%, demonstrando a redução na demanda por companhias brasileiras

Enquanto isso, a ação da Ouro Fino Saúde Animal valorizou cerca de 63% no mesmo período. Os bons fundamentos da companhia extensamente abordados anteriormente demonstram que é possível ganhar valor intrínseco mesmo em um cenário macroeconômico ruim.

Figura 45 – Desempenho da ação vs Ibovespa



7. Conclusão

O presente estudo buscou analisar a realização de ofertas públicas iniciais em um cenário macroeconômico adverso, com o estudo particular do caso da Ouro Fino Saúde Animal. Apesar de haver extensa literatura sobre diversos aspectos de um IPO, pouco foi estudado sobre a relação entre variáveis macroeconômicas e ofertas públicas iniciais.

Conforme abordado no primeiro capítulo, a literatura sugere que empresas e investidores tendem a ter maior “apetite” para realizar esse tipo de operação em momentos de crescimento econômico. O caso da Ouro Fino, que realizou o único IPO de 2014 em um momento de extrema incerteza e teve uma enorme valorização desde a operação, torna essa teoria bastante interessante e questionável.

A análise do caso Ouro Fino consistiu em um estudo microeconômico profundo, envolvendo o entendimento do *business*, de seu setor e da operação realizada. Também foi feito um estudo macroeconômico, onde a evidência empírica foi testada através de modelos econométricos.

Os resultados obtidos através dos modelos utilizados estão em linha com a teoria sugerida pela literatura. Basicamente, encontrou-se uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o Produto Interno Bruto, o número e volume de operações de IPO. O índice S&P também demonstrou relação positiva e significativa, corroborando para o fato de um mercado mais aquecido ser propício a esse tipo de operação.

A Ouro Fino demonstra o contrário da evidência empírica. Seus fundamentos microeconômicos excelentes, baseados em um modelo de elevada governança corporativa, com produtos de alta qualidade, fundamentados por elevados gastos com pesquisa e desenvolvimento, alinhados aos padrões internacionais e distribuídos de maneira pulverizada e eficiente tornaram o negócio muito atrativo ao investidor.

O setor no qual a empresa se encontra também corrobora contra a evidência empírica. Esse setor é caracterizado por elevada regulamentação, onde novos participantes tem altos custos de entrada, formando assim elevadas barreiras. Esses empecilhos beneficiam os *players* existentes e possibilitam que os mesmos obtenham margens mais elevadas.

Por fim, ganha destaque o excelente trabalho realizado pelos participantes da oferta, que conduziram a operação com alta transparência e montaram a estrutura adequada para maximizar o valor da companhia. Todo o processo realizado, que envolveu

desde a cisão das companhias até a obtenção de um investidor âncora foi crucial para superar o cenário de mercado desafiador e assim obter sucesso no IPO.

Após analisar todos seus aspectos, o caso da Ouro Fino Saúde Animal demonstra que fatores microeconômicos, tais como o setor no qual a companhia se insere, os fundamentos particulares da empresa e a estruturação da operação podem superar os fundamentos macroeconômicos. Sendo assim, uma oferta pública inicial pode ser bem sucedida mesmo em um mercado com condições macroeconômicas ruins.

Bibliografia

- LENZ, R.K. Post-LBO Development: Analysis of changes in strategy, operations, and performance after the exit of Leverage Buyouts in Germany, 2009.
- BRAU, J., FRANCIS, B., KOHERS, N. The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence, 2003.
- AMEER, R. Macroeconomic factors and initial public offerings (IPOS) in Malaysia, 2012.
- BENNOURI, M., FALCOENIERI, S. Optimal Rationing in IPOs with Risk Averse Institutional Investors, 2005.
- RYDQVIST, K., HOGHOLM, K. Going Public in the 1980s: Evidence From Sweden, 1995.
- DRAHO, J. The IPO Decision: Why and How Companies go Public, 2004.
- EIZIRIK, N., GAAL, A., PARENTE, F., HENRIQUES, M. Mercado de Capitais – Regime Jurídico, 2015
- PHUNG, T. Dutch East India Company's Investor Behavior After The First Financial Bubble 1720, 2013.
- ROSENBAUM, J., PEARL, J. Investment Banking: Valuation, Leverage Buyouts, and Mergers and acquisitions, 2009.
- FOHLIN, C. A Brief History of Investment Banking from Medieval Times to the Present, 2014
- ALLISON, S., HALL, C., MCSHEA, D. The Initial Public Offering Handbook: A Guide for Entrepreneurs, Executives, Directors and Private Investors, 2008
- MATEICIUC, A. Why do firms go public? (2009)
- PAGANO, M., PANETTA, F., ZINGALES, L. Why Companies Go public? An Empirical Analysis
- MYERS, S., MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, 1984.
- RITTER, J., WELCH, IVO. A Review of IPO activity, pricing and allocations, 2002.
- JENSEN, M., MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 1976.
- CAMPBELL, T. Optimal investment financing decisions and the value of confidentiality, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1979

La Porta, R. Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R.W. Legal determinants of external finance, 1977.

Fama, E. F. (1985). What's different about banks?

Loughran, T. & Ritter, J. (2004). Why has IPO underpricing changed over time?

Brau, J. C., Francis, B., & Kohers, N. (2003). The choice of IPO versus takeovers: Empirical evidence

<http://ri.ourofino.com/list.aspx?idCanal=f6lr2RgauzYq94TmmNkKaQ==>

<http://ri.ourofino.com/listresultados.aspx?idCanal=62Qhl92FSPB7hCSwXOmbIg==>

<http://ri.ourofino.com/listgroup.aspx?idCanal=VP5Ymz8BefLutCB0f+7uXA==>

<http://www.vetnosis.com/>

<http://www.sindan.org.br/sd/>

<https://www.un.org/development/desa/en/>

<http://www.worldbank.org/>

<http://www.usda.gov/wps/portal/usda/usdahome>

www.bloomberg.com