

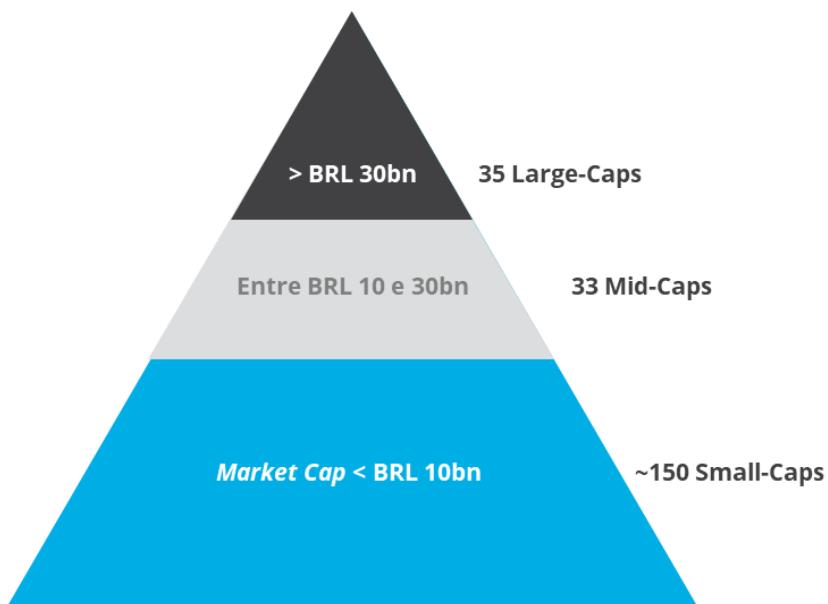
Iniciamos nossa carta semestral trazendo uma breve discussão sobre aspectos importantes de nossa filosofia: o investimento em *small* e *mid caps* e a gestão de liquidez do portfólio. Em seguida, abordaremos nosso investimento em Ourofino Saúde Animal e, por fim, comentaremos a nossa atribuição de performance no segundo semestre de 2025 e no ano fechado.

Capitalização de Mercado e Liquidez

Nessa edição da comunicação semestral, aprofundaremos um tema discutido em nossa Carta 4¹: a maior participação de *small* e *mid caps* no portfólio do fundo.

Como muitos investidores já sabem, nosso mandato de investimento é flexível no que tange a capitalização de mercado das empresas investidas. Não acreditamos que impor limites fixos e imutáveis sobre o universo de investimentos seja a melhor maneira de gerar valor aos cotistas no longo prazo. Entretanto, reconhecemos que, em média, as melhores e mais assimétricas oportunidades estarão localizadas nas empresas menores.

É possível chegar nessa conclusão a partir do fato de que o mercado de capitais brasileiro é relativamente pequeno em termos do número de grandes empresas listadas. A pirâmide abaixo mostra a distribuição de todas as empresas listadas² na B3 segmentadas pelo seu tamanho de mercado:



Fonte: B3, Organon Capital (elaboração)

O topo da pirâmide, composto pelas empresas de maior capitalização, concentra em torno de 30 empresas. Essas grandes empresas são acompanhadas de forma muito próxima tanto pelas grandes gestoras de investimento, que costumam priorizar critérios de liquidez na escolha de teses, quanto pelo *sell-side*. A maior atenção e os esforços de pesquisa concentrados em um número reduzido de empresas deveriam levar, em média, a um melhor ajuste das projeções do consenso de mercado em relação ao verdadeiro potencial operacional das empresas. Dessa

¹ <https://www.organoncapital.com.br/files/letter/41/41.pdf>

² Considerando apenas empresas acima de R\$ 500,0 milhões de capitalização de mercado

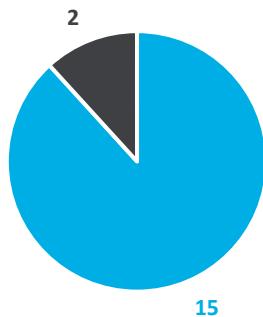
forma, torna-se mais desafiador, embora longe de impossível, encontrar continuamente grandes assimetrias entre o valor intrínseco das *blue chips*³ e seu valor de mercado.

Já as empresas de pequena e média capitalização, as *small e mid caps*, costumam estar inseridas em um contexto diametralmente oposto. Como o gráfico acima indica, essas companhias representam em torno de 85,0% do total de empresas listadas no Brasil, apresentando assim um conjunto de opções de investimento bem mais amplo. Enquanto as grandes empresas possuem na maior parte dos casos um ótimo nível de cobertura por analistas de investimento, as *small e mid caps* costumam ser menos entendidas pelo mercado e atraem a atenção de poucos investidores institucionais. Esse ambiente tende a propiciar uma maior variância nas expectativas relacionadas a essas companhias, existindo mais casos de sobrevalorização e subvalorização pontual das ações e, consequentemente, abrindo espaço para que investidores atentos se aproveitem dessas situações para capturar retornos atrativos.

Ao longo da história do fundo, identificamos situações que ilustram bem o conceito discutido. Por exemplo, no caso de Valid, a companhia passou por um *turnaround* iniciado no ano de 2020 e, em 2022, já apresentava uma performance financeira saudável. Entretanto, o resultado operacional não estava sendo convertido em lucro líquido por conta de fatores financeiros e contábeis pontuais (*impairments* de investimentos malsucedidos e variação cambial de mútuo com uma subsidiária estrangeira), o que levou a ação a não precisar prontamente o novo momento vivido pela empresa. Esse atraso entre a melhora concreta na operação e a reprecificação das ações possibilitou que aumentássemos a posição do fundo em um *valuation* descontado, mesmo a companhia estando em uma situação de risco muito menor do que no passado recente.

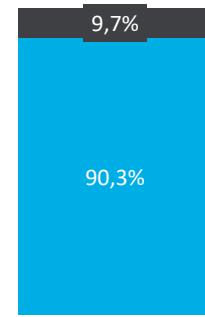
Por conta da dinâmica discutida acima, costumamos manter um portfólio de investimento mais concentrado nas ações de pequenas e médias empresas:

Breakdown do Portfólio -
Dez/25 - # de Ações por
categoria



■ Small & Mid Caps ■ Large Caps

Breakdown do Portfólio -
Dez/25 - % do Portfólio de
Ações (Valor Financeiro)



■ Small & Mid Caps ■ Large Caps

Fonte: Organon Capital

³ Termo originário do pôquer e comumente utilizado para descrever as maiores e mais líquidas empresas listadas em uma bolsa de valores

Contudo, o investimento em companhias de menor capitalização também envolve riscos específicos. É crucial entender o porquê de grandes fundos, sabendo da maior assimetria existente nas *small* e *mid caps*, não operarem de forma relevante nesse nicho. A principal resposta para essa questão está em um ponto já comentado: a liquidez das ações.

De forma geral, a menor liquidez das *small* e *mid caps* se traduz em uma perda relativa de graus de liberdade na gestão do portfólio e na redução do *capacity*⁴ de uma determinada estratégia de investimento. Considere uma estratégia que conte com R\$ 3 bilhões sob gestão e cuja posição média represente 5% dos recursos geridos. Nesse cenário, precisariam ser investidos R\$ 150 milhões, em média, por posição, criando desafios operacionais consideráveis caso o referido montante seja aplicado em empresas menores. Por exemplo, um investimento hipotético em uma empresa que possua R\$ 3 bilhões de capitalização de mercado e 50% de *free float*⁵ envolveria adquirir 10% de todas as ações em circulação, um movimento que pode se mostrar extremamente demorado a depender do volume negociado diariamente ou que pode levar a uma apreciação das ações por conta do próprio movimento de aquisição – o gestor, ao colocar no mercado um grande volume de ofertas de compra, acaba influenciando na precificação das ações, adquirindo os papéis por um valor acima do ótimo. Essa dinâmica também é válida para movimentos de desinvestimento em empresas menores – o processo de venda de grandes posições em empresas menos líquidas precisa ocorrer normalmente de forma gradual ou, alternativamente, precisa envolver a aplicação de descontos em relação ao preço de tela para estimular o apetite de eventuais compradores. Toda essa lógica, no final das contas, requer também uma sofisticada adequação das teses ao perfil de aportes e resgates da estratégia de investimento, visando evitar descasamentos.

Dessa forma, cientes de tais complexidades, ao construir nossa filosofia de investimento, elaboramos alguns princípios básicos a serem observados para criar um ambiente adequado à captura de oportunidades nas empresas de menor capitalização:

- **Respeito ao *capacity* da estratégia:** o volume de recursos aplicado em uma determinada estratégia de investimento define em grande parte o conjunto de teses que poderão ser acessadas – as condições de liquidez do mercado precisam ser analisadas de forma disciplinada e um limite máximo de captação precisa ser definido, visando garantir que o fundo seja capaz de se movimentar de forma adequada e seja capaz de aplicar e desinvestir os recursos sem afetar de forma substancial a precificação das ações;
- **Limites de investimento por posição:** mesmo em estratégias concentradas, uma única tese não deve representar uma parcela demasiadamente desproporcional do portfólio, expondo a estratégia a riscos de cauda e questões de liquidez da posição;
- **Aderência aos testes de estresse:** o portfólio como um todo precisa estar aderente a testes de estresse/liquidez realizados periodicamente, garantindo que o fundo seja capaz de honrar seus compromissos com investidores mesmo em situações atípicas em termos de volumetria de resgates;

⁴ *Capacity* de um fundo ou estratégia é o patrimônio líquido máximo, definido pelo gestor, visando garantir que não haja a perda de efetividade da filosofia de investimentos adotada

⁵ *Free float* é a parcela das ações de uma determinada companhia que está disponível para negociação em bolsa, excluindo a posição do grupo de controle

- **Perfil de alavancagem financeira e geração de caixa das teses:** teses menos líquidas e com um alto nível de alavancagem financeira e/ou baixa geração de caixa no curto prazo são duplamente arriscadas – esses fatores precisam ser contabilizados de forma adequada e considerados na avaliação da margem de segurança do investimento;
- **Capacidade de retornar capital ao acionista:** a menor liquidez de certas ações pode dificultar ou retardar substancialmente movimentos de reprecificação, criando uma disparidade persistente entre o valor intrínseco e o valor de mercado. A capacidade de uma companhia retornar capital excedente consistentemente aos acionistas através do pagamento de JCPs e dividendos se mostra, nesse caso, uma ferramenta ainda mais importante para impulsionar a taxa interna de retorno do investimento e garantir uma remuneração adequada enquanto permanecerem as discrepâncias na precificação da empresa.

Ao longo da próxima seção, abordaremos nosso investimento em Ourofino, uma companhia que possui uma capitalização de mercado da ordem de R\$ 1,3 bilhão e que representa bem como certas oportunidades assimétricas de investimento em empresas menores podem ser capturadas ao se respeitar os requisitos listados acima.

Case de Investimento – Ourofino Saúde Animal

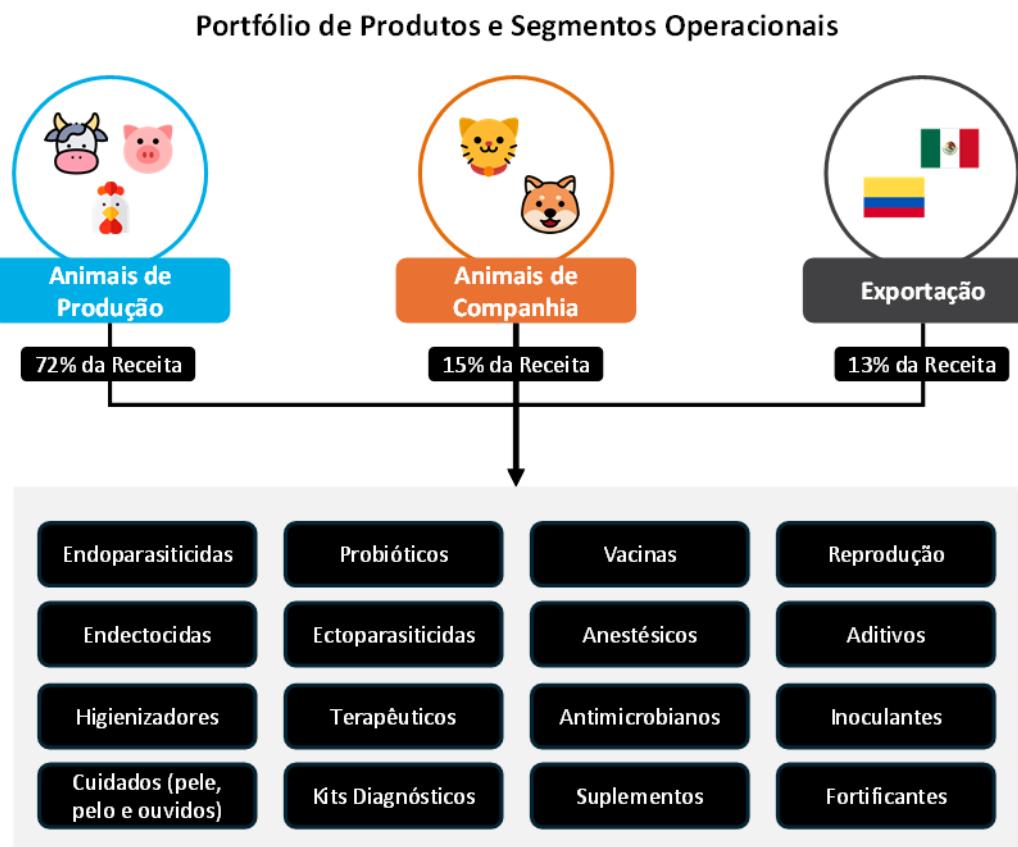
Breve Histórico e Visão Geral da Companhia

A Ourofino, embora uma empresa relativamente menos conhecida do que as gigantes listadas, possui uma história longa em seu setor de atuação. Idealizada por dois amigos, Jardel Massari e Norival Bonamichi, oriundos do interior de Minas Gerais, a Ourofino Saúde Animal surgiu em 1985 como uma distribuidora de produtos veterinários, atuando inicialmente na região de Ribeirão Preto em São Paulo. Nessa época, a dupla explorava o bom trânsito entre pecuaristas e cooperativas locais, obtido através de experiências profissionais anteriores, para realizar a revenda de insumos.

Com o passar do tempo e o sucesso na operação de distribuição, os empresários começaram a enxergar uma oportunidade de verticalização, visando a expansão das margens operacionais do negócio. Diferentemente do cenário atual, o processo de licenciamento e as exigências de biossegurança para produção de medicamentos veterinários eram mais simples no final da década de 1980, impondo uma barreira de entrada regulatória baixa para quem desejasse operar no setor de saúde animal. Aproveitando essas condições, a Ourofino estabeleceu uma pequena fábrica no centro de Ribeirão Preto e em pouco tempo desenvolveu e lançou seu primeiro produto: o Trissulfin, um antibiótico para aves e suínos.

A partir desse primeiro produto, a companhia passou os anos seguintes em um processo gradual de expansão de portfólio, culminando no lançamento de produtos veterinários para bovinos, suínos, equinos e animais de companhia (cães e gatos). Em paralelo, foram realizados investimentos substanciais nos processos, no time de P&D (pesquisa e desenvolvimento) e na construção de um moderno parque fabril instalado em uma área de 180 mil m² em Cravinhos, cidade vizinha de Ribeirão Preto. Durante essa jornada de crescimento, a Ourofino se posicionou como o principal laboratório nacional de medicamentos veterinários, calcando seu espaço como

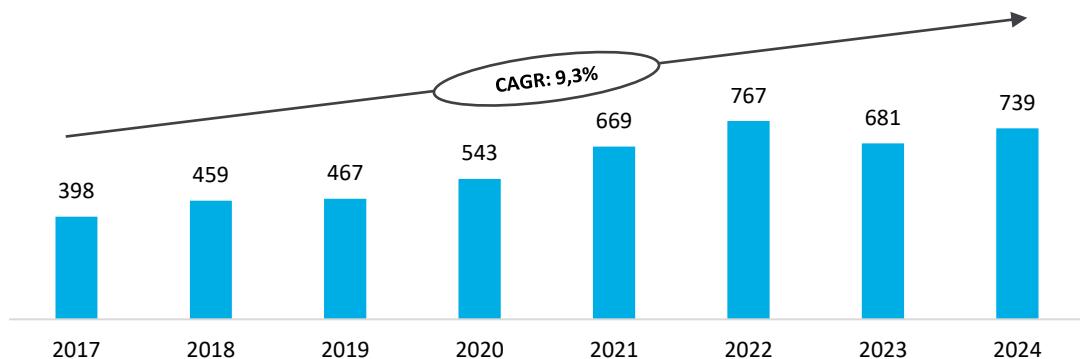
uma alternativa competitiva e de qualidade comprovada em um segmento dominado pelas multinacionais Pfizer Animal Health (atual Zoetis) e MSD.



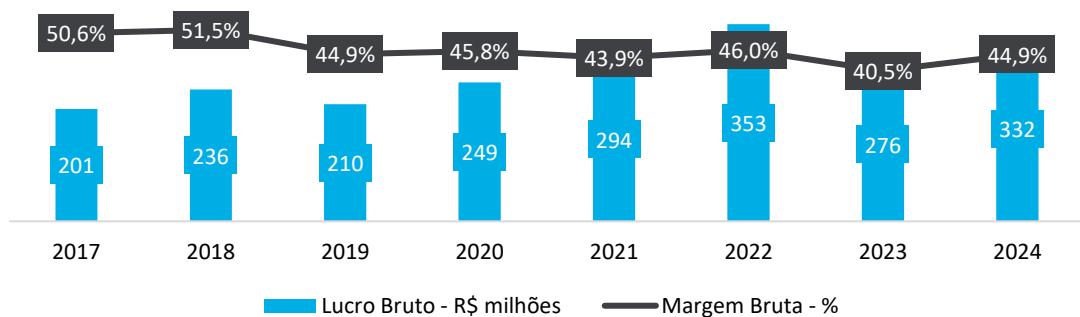
O portfólio atual da companhia está estruturado em três verticais distintas: (i) animais de produção; (ii) animais de companhia e (iii) exportação. Na vertical de animais de produção, responsável pela maior parcela da receita e do resultado operacional, a companhia possui aproximadamente 120 SKUs⁶ (contabilizando linhas de produto principais e suas variações), englobando soluções nutricionais, antiparasitários, antibióticos, vacinas e medicamentos terapêuticos. Historicamente, a Ourofino mantém a liderança tanto nos segmentos de antiparasitários quanto nos produtos voltados à reprodução (protocolos para inseminação artificial em tempo fixo - IATF), linhas que ajudam a companhia a sustentar uma participação de mercado da ordem de 10%. Entre as espécies atendidas, destacam-se bovinos (gado de corte e leiteiro) e, em menor proporção, suínos. Comercialmente, a companhia conta com um time de vendas próprio, que atua de forma muito próxima aos principais clientes (em sua maioria, revendas agropecuárias e cooperativas), sem depender de distribuidores parceiros, o que traz um maior controle operacional e melhora da rentabilidade consolidada.

⁶ SKU = Stock Keeping Unit (Unidade de Manutenção de Estoque)

Receita Líquida - Animais de Produção - R\$ milhões



Lucro Bruto e Margem Bruta - Animais de Produção

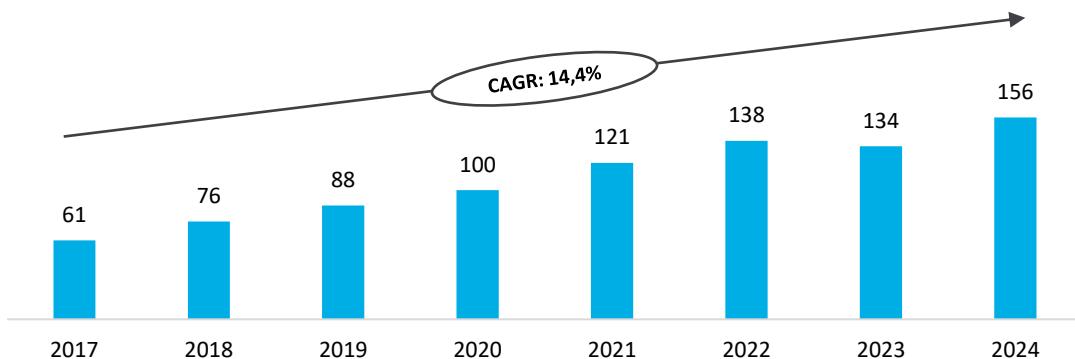


Fonte: Ourofino Saúde Animal

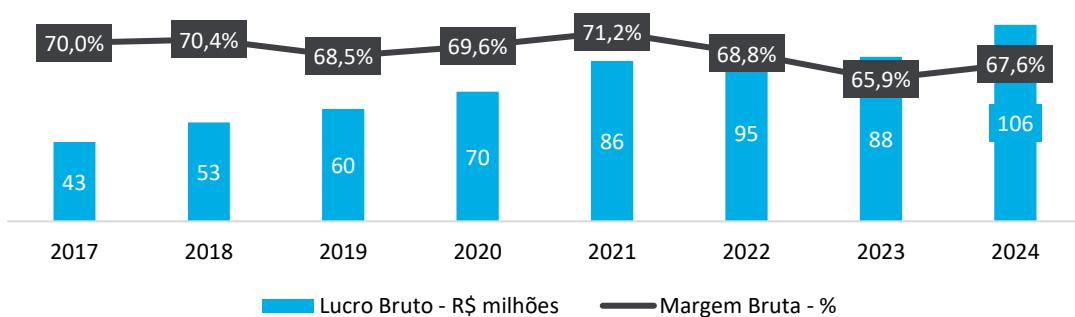
Já a vertical de animais de companhia (soluções voltadas para animais domésticos – cães e gatos), segmento em que a companhia iniciou sua atuação no começo dos anos 2000, é formada por um portfólio de aproximadamente 100 SKUs, focados em produtos otológicos (medicamentos para doenças relacionadas ao ouvido), dermatológicos, nutricionais, anti-inflamatórios, analgésicos, antiparasitários, kits diagnósticos e desinfetantes. Nesse segmento, dado um portfólio reduzido em comparação com as multinacionais, a companhia apresenta uma menor participação de mercado, embora avanços tenham sido obtidos ao longo do tempo – em 2024, a companhia registrou um *market share* de 5,4% na vertical. Entre os principais produtos da divisão, destacam-se os antiparasitários (ex.: produtos contra pulgas e carrapatos), uma das principais categorias do mercado pet ao lado do segmento de vacinas. Em contraste com a vertical de animais de produção, a operação de animais de companhia conta com uma estrutura comercial concentrada no canal de distribuição, uma vez que os varejistas do setor (*pet shops*) costumam ser pequenos comerciantes e redes locais, o que dificulta o atendimento direto pela indústria. Adicionalmente, a companhia também conta com um time de representantes comerciais especializados na geração de demanda na ponta (*sell-out*⁷), atuando junto aos médicos veterinários, responsáveis pela prescrição dos medicamentos e principais influenciadores na tomada de decisão de compra pelos tutores dos animais.

⁷ *Sell-out* = venda ao consumidor final (B2C)

Receita Líquida - Animais de Companhia - R\$ milhões



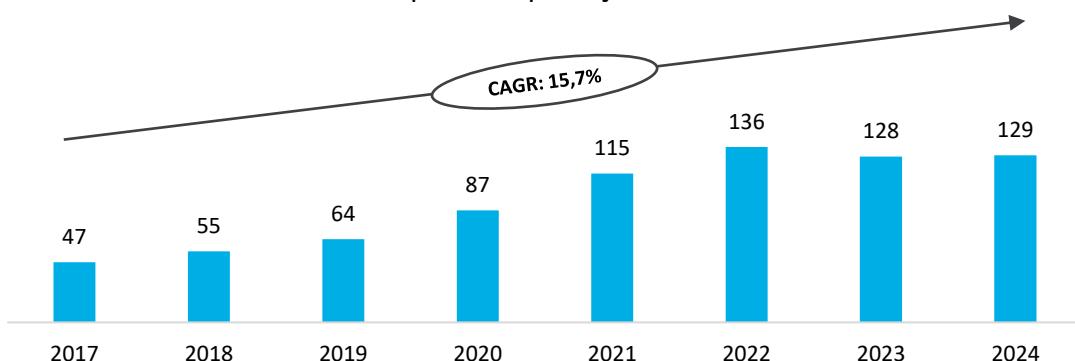
Lucro Bruto e Margem Bruta - Animais de Companhia



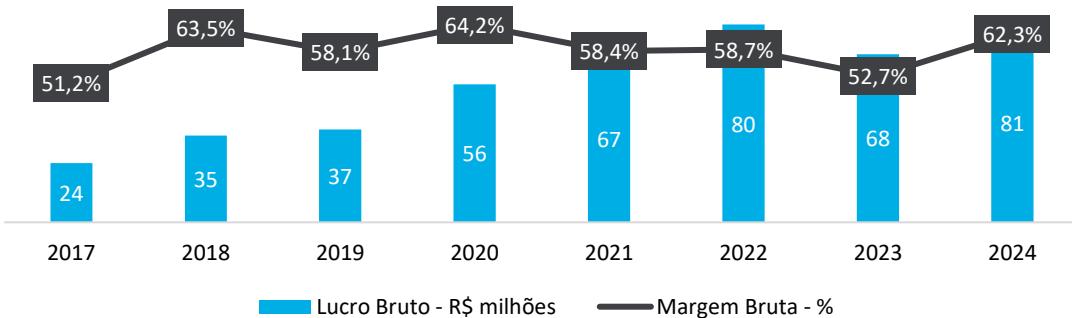
Fonte: Ourofino Saúde Animal

Por fim, a divisão de exportação é uma extensão natural dos outros dois segmentos de atuação da Ourofino. Alavancando o processo de desenvolvimento de novos produtos realizado no Brasil, a companhia explora oportunidades de exportação para outros países que enfrentam desafios similares em termos de sanidade e bem-estar animal. Embora cada país tenha um processo específico de licenciamento de produtos veterinários, os requisitos regulatórios complexos vigentes no Brasil gabaritam a companhia a licenciar seus produtos de forma relativamente simples em outras geografias, especialmente na América Latina. A companhia atua diretamente no México e na Colômbia (operações locais próprias) e conta com parceiros comerciais nos demais países em que está presente.

Receita Líquida - Exportação - R\$ milhões



Lucro Bruto e Margem Bruta - Exportação



Fonte: Ourofino Saúde Animal

Tese de Investimentos

Iniciamos nosso investimento na Ourofino durante o final de 2021, momento em que as ações da companhia sofreram um forte movimento de depreciação, influenciado em parte por um movimento amplo de redução de risco no mercado e amplificado pela menor liquidez das ações da empresa. Entendíamos que, a partir desse novo momento de precificação, começava a existir uma assimetria importante entre o potencial de crescimento sustentável da companhia e seu valor de mercado.

Nossa tese de investimentos se apoia em quatro pilares principais: (i) execução comercial disciplinada apoiada por uma marca reconhecida pelo consumidor e por operações industriais de ponta; (ii) mercado endereçável crescente; (iii) potencial de fechamento de lacunas importantes no portfólio de produtos e (iv) *valuation* atrativo. Abaixo, discutimos cada um desses pontos em maiores detalhes:

Fortalezas Competitivas

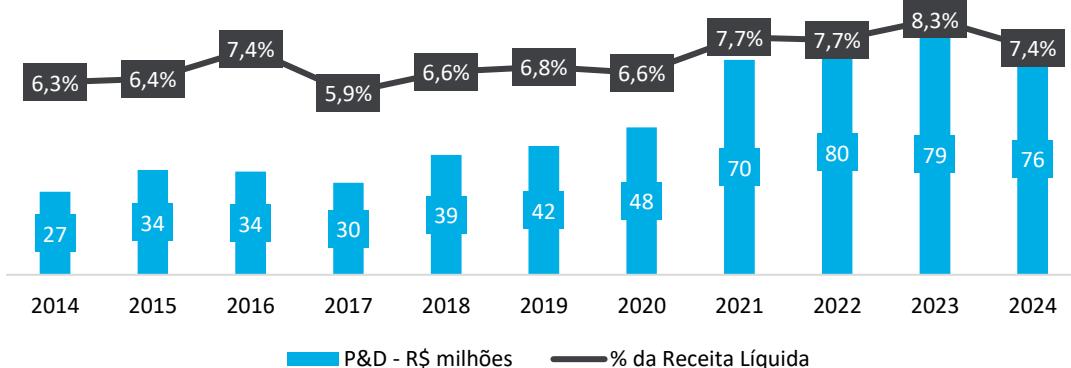
Historicamente, a companhia sempre buscou se diferenciar da concorrência local e entregar um nível de produto e serviço comparável aos dos grandes *players* globais. Em um segmento marcado por inovações constantes, a Ourofino se estruturou ao longo de décadas de forma a manter uma estrutura corporativa robusta, capaz de suportar eventuais pressões competitivas e garantir uma trajetória de crescimento sustentável no longo prazo.

Na frente operacional, a companhia se destaca tanto por uma estrutura fabril ímpar como por uma grande capacidade de investimento em pesquisa e desenvolvimento de novos produtos. O parque industrial de Cravinhos é um dos maiores e mais modernos centros de manufatura de produtos veterinários da América Latina, cumprindo requisitos de biossegurança similares aos exigidos de laboratórios farmacêuticos voltados à produção de medicamentos para seres humanos. Essa estrutura permite a atuação em um amplo espectro de produtos, incluindo soluções biológicas (ex.: vacinas) que envolvem um alto nível de tecnologia e um processo produtivo sofisticado. A qualidade e confiabilidade do aparato industrial pode ser exemplificada pelo fato de que até mesmo concorrentes multinacionais contratam a Ourofino para terceirização da produção de parte de seu portfólio local.

Além dos investimentos na indústria, a companhia também se distingue por uma mentalidade de inovação e escala na execução dos processos de P&D. Possuindo uma fatia importante do mercado brasileiro e um balanço saudável, a companhia investe em torno de 7,0% da receita líquida nos processos de pesquisa e desenvolvimento, um desembolso relevante de recursos e acima do realizado por concorrentes locais. De forma simplificada, a estratégia de P&D resume-se em expandir o portfólio de vacinas, buscar formulações mais eficientes para os produtos existentes e desenvolver novas soluções baseadas em moléculas cujas patentes estejam próximas de expirar.

Enquanto a criação de novas formulações é essencial para a manutenção da participação de mercado da companhia e para garantia da efetividade dos produtos no longo prazo, o desenvolvimento de vacinas e soluções com moléculas anteriormente protegidas por patentes é o motor de crescimento sustentável do faturamento. Com os fortes investimentos em pesquisa e alavancando um extenso *know-how* regulatório, a Ourofino consegue acessar essas frentes de crescimento de forma mais célere do que outros laboratórios nacionais, entregando um produto de qualidade e com preços normalmente mais competitivos do que as farmacêuticas multinacionais (que são usualmente as desenvolvedoras originais das moléculas/soluções), fatores que a permitem conquistar rapidamente parcelas importantes de novos mercados de atuação.

Investimento em P&D Total - Ourofino Saúde Animal - 2014-2024



Fonte: Ourofino Saúde Animal

Já na frente comercial, a força da marca e o time de vendas próprio se destacam como grandes fortalezas competitivas. A marca Ourofino, sinônimo de qualidade e bom custo-benefício, é um fator que influi diretamente na decisão de compra dos consumidores finais, sejam eles pecuaristas ou tutores de *pets*. Em um segmento tão sensível como o de produtos veterinários, ter a confiança dos clientes é algo que não se constrói subitamente, sendo um processo que envolve experimentação, marketing qualificado e um histórico de qualidade comprovada, ou seja, novos entrantes e empresas menores enfrentam desafios importantes de *branding* para crescer no setor.

Por fim, em termos do time comercial próprio, o relacionamento direto com os clientes do segmento de animais de produção, construído ao longo de décadas, permite ter um melhor entendimento das principais dores e necessidades enfrentadas pelos varejistas, guiando o processo de P&D da vertical e direcionando o processo de posicionamento e precificação dos

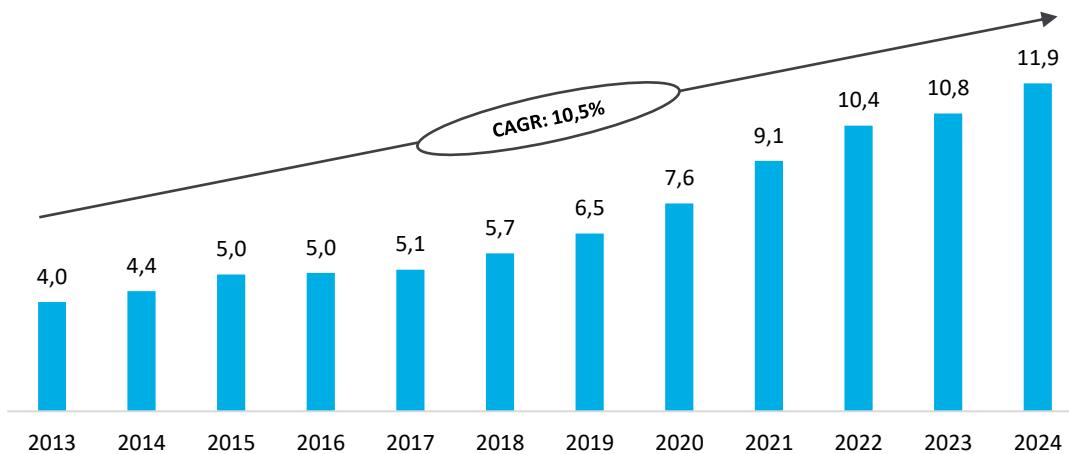
produtos. O time próprio também permite ter uma melhor gestão da operação, identificando antecipadamente clientes que estejam em uma situação financeira estressada, característica importante para navegar o ciclo natural das proteínas sem sofrer grandes problemas de inadimplência. Adicionalmente, o maior controle sobre o canal de vendas em conjunto com o extenso e diversificado portfólio da companhia viabiliza a oferta assertiva de pacotes de produtos que endereçam grande parte das necessidades dos clientes, característica contribui para a obtenção de um maior *share of wallet*⁸ e propicia uma alavancagem adicional para introdução e rápida maturação dos lançamentos.

Mercado Endereçável

Além das vantagens competitivas sólidas discutidas na seção anterior, entendíamos que o potencial da tese de investimento na Ourofino era amplificado pelo panorama geral do mercado de saúde animal. Em nossa análise, o setor combinava características muito positivas: tamanho relevante, histórico e perspectivas de crescimento robusto e resiliência a grandes movimentos cíclicos.

A partir de dados divulgados anualmente pelo Sindan (Sindicato Nacional da Indústria de Produtos para Saúde Animal), é possível observar a relevância do segmento de produtos veterinários para a economia nacional:

Faturamento Líquido (Saúde Animal Brasil) - R\$ Bilhões



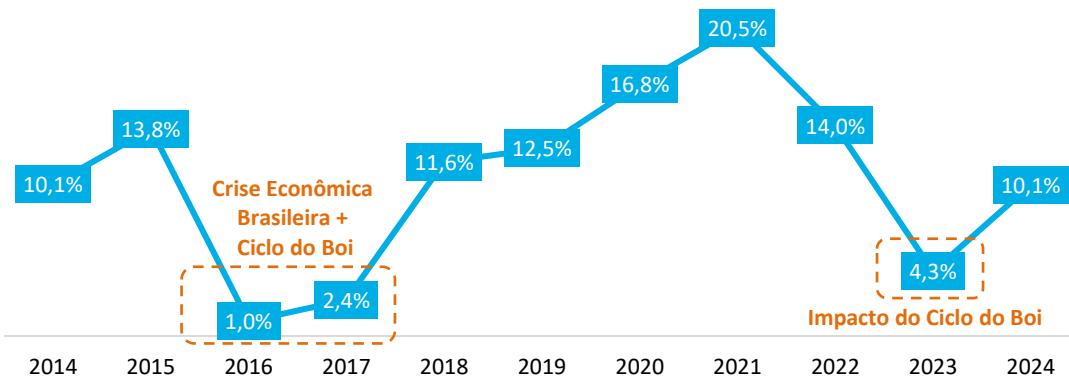
Fonte: Sindan

Conforme o gráfico acima demonstra, o setor registrou uma importante trajetória de expansão na última década, entregando um CAGR⁹ acima de 10,0%. Essa forte taxa de crescimento levou o mercado a mudar de patamar, saindo de um faturamento líquido de menos de R\$ 4,0 bilhões em 2013 para quase R\$ 12,0 bilhões em 2024. Importante também destacar que a receita líquida do setor não apresentou variações negativas desde o início da série histórica, mesmo em períodos de grave crise econômica e em momentos de inflexão acentuada no ciclo do boi, denotando a resiliência da demanda por medicamentos veterinários.

⁸ *Share of wallet* é a parcela do gasto total de um cliente em uma categoria que fica com a empresa

⁹ CAGR = Compound Annual Growth Rate (Taxa de Crescimento Anual Composta)

Variação Anual - Faturamento da Indústria de Saúde Animal - %



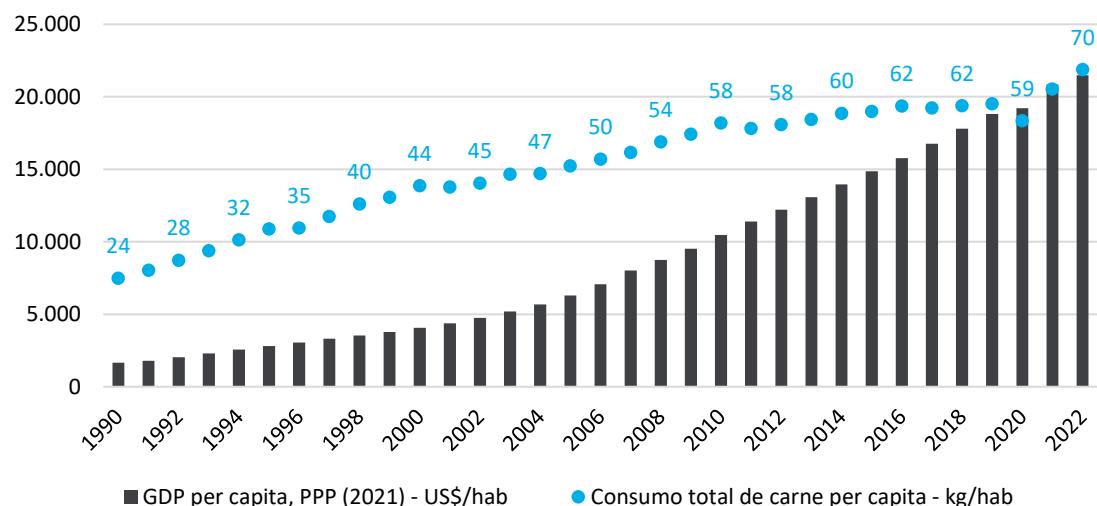
Fonte: Sindan

A seguir, abordaremos de forma mais detalhada as tendências que sustentaram o avanço do mercado brasileiro de saúde animal e suas perspectivas.

i) Bovinos, suínos e aves

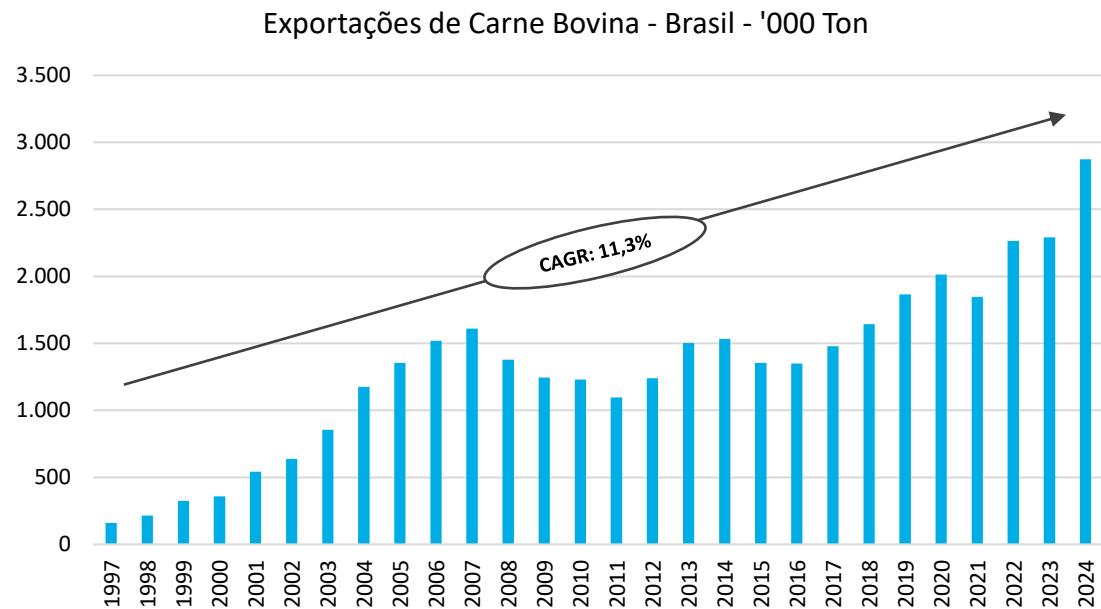
Em animais de produção, o crescimento econômico chinês vem impulsionando substancialmente a pecuária brasileira. É notório que um aumento na renda per capita de uma nação tende a levar a uma maior demanda por carne, refletindo o ajuste da cesta de consumo a uma situação econômica mais favorável. Esse movimento foi especialmente acentuado no caso da China dado o tamanho da população e o ritmo acelerado de crescimento econômico. Como o país não consegue suprir a demanda interna por proteínas (especialmente carne bovina e de frango), a importação foi a ferramenta adotada para equacionar esse déficit.

PIB per capita (PPP, 2021) x Consumo anual de carne per capita - China (1990-2022)



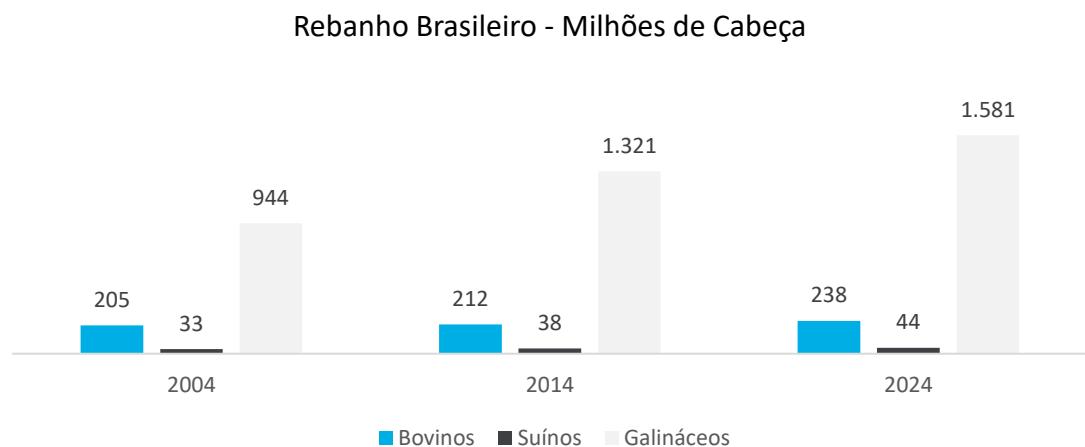
Fonte: World Bank, FAO

O Brasil se mostrou capaz de capturar parte relevante da demanda chinesa por proteínas por conta de uma grande competitividade de custos. Simplificadamente, essa competitividade dos pecuaristas nacionais advém de uma combinação de certas características: expertise agropecuária acumulada ao longo de décadas, boa disponibilidade de terras para pastagem (utilizadas na criação extensiva de bovinos) e uma produção robusta de grãos no país (insumo para produção de rações – utilizadas na criação de suínos, aves e bovinos em confinamento).



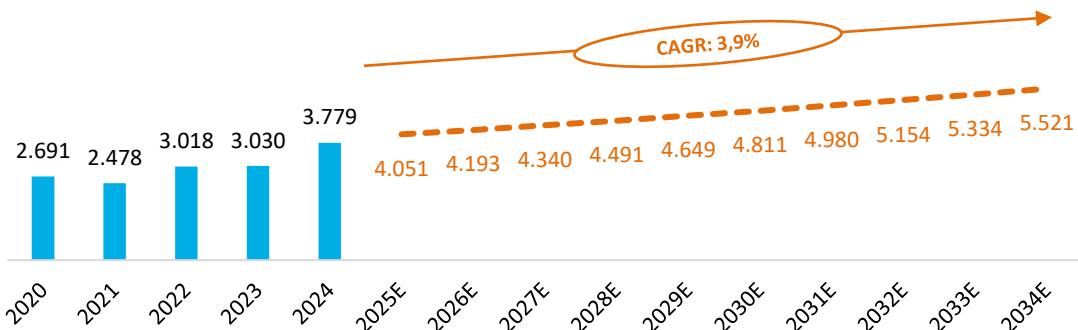
Fonte: ABIEC, Comexstat

Dessa forma, ancorada principalmente na crescente demanda chinesa, a pecuária brasileira assumiu um papel de protagonismo no mercado global de carnes. Para os próximos anos, a tendência secular de crescimento da demanda por proteína animal continuará exigindo um movimento combinado envolvendo aumento do rebanho brasileiro e ganhos de produtividade.



Fonte: IBGE

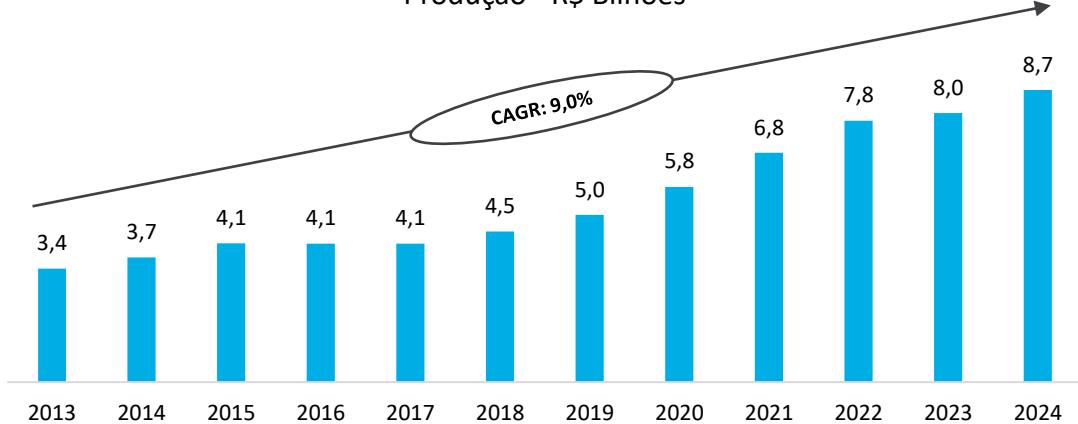
**Exportações de Carne Bovina - '000 Toneladas Equivalente Carcaça
(TEC) - Projeções ABIEC**



Fonte: ABIEC

Nesse contexto, o setor de saúde animal se posiciona como um elo crucial na cadeia produtiva. A necessidade de expandir o plantel e obter ganhos de eficiência envolvem necessariamente uma maior demanda por produtos veterinários, seja pela aplicação dos medicamentos em um maior número de animais e/ou pela intensificação na utilização dos produtos (maior investimento por cabeça), visando um combate mais efetivo de enfermidades ou a otimização nos processos de reprodução e engorda. Observando o histórico recente do mercado de saúde animal na vertical de produção, é possível ter uma noção do crescimento que deve se manter no futuro próximo:

Faturamento - Mercado de Saúde Animal Brasil - Animais de Produção - R\$ Bilhões



Fonte: Sindan

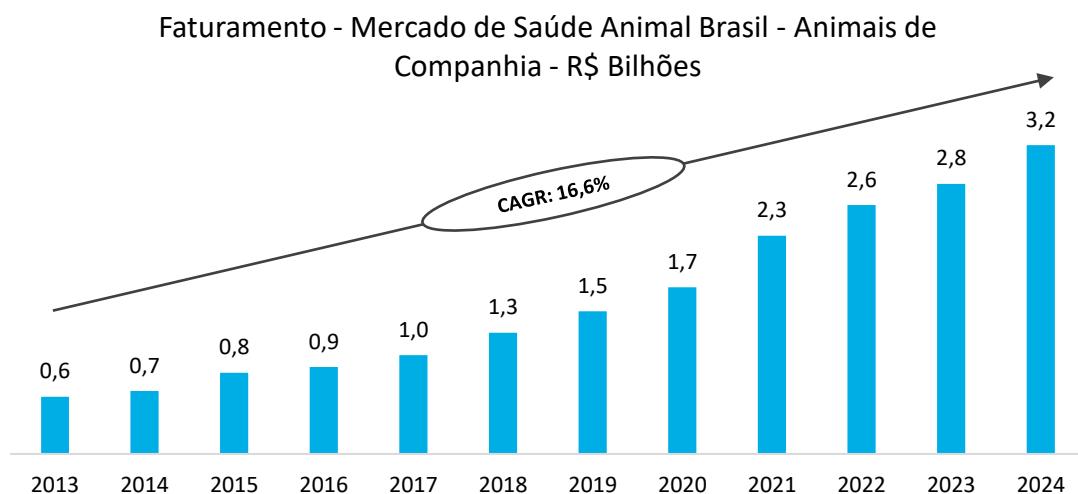
ii) Cães e gatos

Em animais de companhia, a dinâmica de mercado foi ainda mais positiva nos últimos anos. O mercado pet de saúde animal cresceu em um ritmo extremamente acelerado na última década, seguindo tendências sociais e demográficas que agem sobre a população brasileira.

Entre 2013 e 2023, segundo dados do IBGE e da Abinpet (Associação Brasileira da Indústria de Produtos para Animais de Estimação), a população brasileira de cães e gatos saltou de um total

de 74,3 milhões de animais para 93,0 milhões de animais, um crescimento de 2,3% ao ano no período. Esse avanço está alinhado com a tendência geral de crescimento no número de domicílios no país – entre 2010 e 2022, o censo demográfico coordenado pelo IBGE apontou um crescimento da ordem de 2,5% ao ano nesse indicador, influenciado por uma clara tendência de redução no tamanho das famílias brasileiras¹⁰.

Embora o crescimento da população de animais de estimação tenha sido um fator importante para estimular a demanda do setor de medicamentos veterinários, esse aspecto não é capaz de explicar a aceleração vista no faturamento do mercado. Entre 2013 e 2024, a receita líquida do mercado pet se multiplicou em mais de cinco vezes, registrando um CAGR de 16,6%, muito superior ao crescimento da população de animais. Uma das principais justificativas possíveis para essa dinâmica é a tendência de humanização dos *pets*.



Fonte: Sindan

Gradualmente, os *pets* são vistos menos como companheiros animais e mais como verdadeiros membros das famílias, recebendo um tratamento muito similar a de um ser humano. Por exemplo, muitos casais que optam por não ter filhos acabam tratando seus animais de estimação com uma atenção e investimento relevante, similar ao que seria requerido por uma criança. Com essa mudança de paradigma, questões que antes eram tratadas de forma mais secundária, como o conforto e bem-estar animal e a longevidade dos *pets*, tornam-se temas centrais no âmbito familiar. Os tutores, nesse contexto, acabam buscando entregar um “estilo de vida” melhor para os animais, realizando investimentos importantes em nutrição, prevenção de doenças, tratamentos de problemas crônicos associados com a velhice e combate a doenças que costumavam ser fatais no passado. Esse movimento leva naturalmente a um maior consumo de produtos veterinários ao longo da vida do animal, o que explica grande parte do movimento de expansão do mercado descrito anteriormente. Prospectivamente, continuamos enxergando um aprofundamento dessa tendência de humanização dos animais de estimação, o que deve continuar propiciando um crescimento anual do mercado próximo de dois dígitos no curto e médio prazo.

¹⁰ Segundo o IBGE, o número médio de moradores por domicílio no Brasil caiu de 3,3 pessoas em 2010 para 2,8 pessoas em 2022

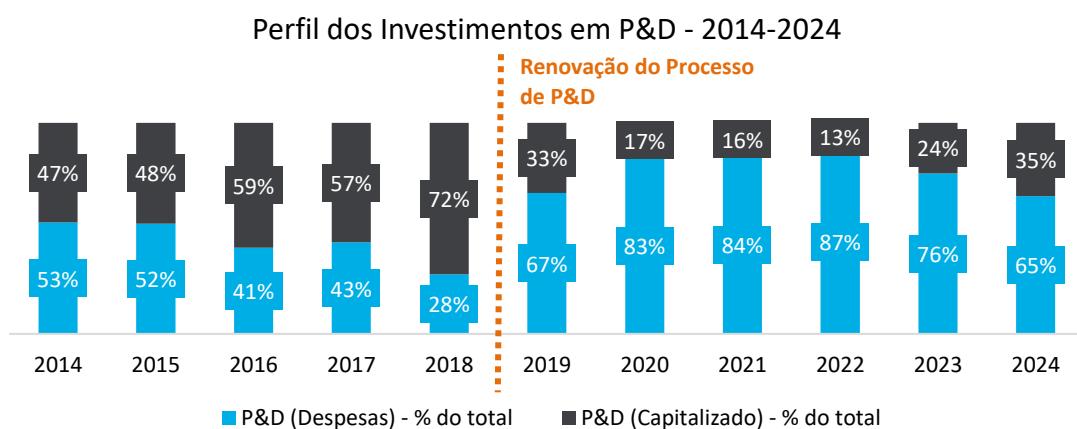
P&D e Lançamentos

Como terceiro pilar principal da tese de investimentos, entendíamos que a companhia estava prestes a atravessar um período importante de colheita de benefícios advindos de investimentos realizados em anos anteriores.

Uma das principais frustrações dos investidores após o IPO da Ourofino em 2014 foi a frente de lançamento de novos produtos. A captação primária de recursos estava atrelada à construção de uma moderna fábrica de produtos biológicos e o concomitante desenvolvimento de um portfólio de vacinas a ser produzido na unidade. Enquanto a planta se tornou operacional em 2018, o desenvolvimento de novos produtos não avançou conforme planejado. A empresa enfrentou grandes desafios em termos de P&D, passando quase quatro anos (2018-2021) operando com apenas uma única vacina (Safesui Circovírus – vacina contra doença respiratória em suínos) sendo produzida na nova planta.

Entretanto, era possível observar sinais de uma inflexão no processo de P&D da Ourofino. A partir de conversas com o time executivo e de análises internas, enxergávamos que, desde meados de 2019, o processo de desenvolvimento de produtos havia entrado em uma nova fase. Analisando os erros cometidos nos ciclos anteriores de pesquisa, a companhia redesenhou processos internos, começou a explorar novos caminhos e parcerias para destravar problemas de desenvolvimento (contratação de especialistas internacionais, maior colaboração com universidades no Brasil e no exterior etc.) e optou por reavaliar amplamente a esteira de produtos a serem lançados, priorizando de forma mais assertiva aquilo que otimizaria a geração de valor a todos os *stakeholders*.

Essa reestruturação pode ser notada de forma mais acentuada na mudança do perfil de investimento em P&D da companhia desde 2019, que migrou de investimentos concentrados no CAPEX (investimentos em produtos que estão em estágio mais avançado de desenvolvimento e, portanto, podem ser capitalizados) para investimentos reconhecidos como despesas operacionais (desembolsos com produtos em estágio mais inicial de desenvolvimento e que, dado o nível de risco envolvido, precisam ser lançados na linha de despesas por conta das normas contábeis vigentes). Esse movimento claramente indicava uma renovação do P&D em diversas frentes e o estabelecimento de novas prioridades de pesquisa definidas pela administração da companhia.



Fonte: Ourofino Saúde Animal

Ao final de 2021, momento em que iniciamos o investimento na Ourofino, era possível observar sinais contundentes do início da maturação do renovado ciclo de P&D. Com o lançamento comercial da vacina Safesui Mycoplasma (outra vacina contra doenças respiratórias em suínos), a companhia finalmente passava a contar com uma segunda vacina para o seu portfólio de biológicos e indicava que os ajustes internos realizados estavam começando a gerar resultados positivos. Naturalmente, entendíamos que o avanço dos lançamentos deveria ocorrer de forma gradual, respeitando um prazo médio de pouco mais de cinco anos entre o início das pesquisas até o fim do processo de registro dos produtos.

Entre os novos mercados mais promissores, é importante destacar dois nichos de atuação: vacinas e comprimidos antiparasitários para cães.

Dentro do mercado de vacinas, a Ourofino estruturou um plano de expansão para verticais de maior valor agregado, distanciando-se de produtos em que a competição se mostrava agressiva. Como citado anteriormente, um desses mercados de interesse estratégico para a companhia era o de suínos. Diferentemente da criação de bovinos, o setor de suínos é estruturado sob um modelo de integração, em que os frigoríficos firmam parcerias com produtores rurais, que se tornam responsáveis pelo manejo e cuidado dos animais. Esses produtores integrados fornecem mão de obra e o espaço físico, enquanto os integradores são responsáveis por fornecer os demais insumos, incluindo rações, medicamentos e outros produtos veterinários. Dentro dessa lógica, o canal de transações migra das revendas agropecuárias para a venda direta a grandes compradores centralizados (os frigoríficos). Esses compradores, embora tenham um maior poder de barganha pela escala na volumetria negociada, também possuem uma maior capacidade de investimento e um grande interesse em adquirir pacotes tecnológicos mais avançados, visando obter uma alta eficiência produtiva.

Com um portfólio limitado de vacinas, a Ourofino ainda possuía uma penetração baixa de vendas no nicho de suínos, perdendo oportunidades para concorrentes que conseguiam comercializar um conjunto de medicamentos que endereçava de forma mais completa as demandas dos grandes clientes do setor. A partir do gradual lançamento de novas vacinas e produtos voltados à espécie, a companhia deveria começar a ganhar tração comercial, acessando um mercado relevante e de margens saudáveis.

Nesse contexto, o principal desafio a ser superado para crescer na vertical era o desenvolvimento de uma alternativa viável para a Vivax, vacina que se configura como um método de castração química de porcos, procedimento essencial para a retirar o forte odor natural da carne dos machos abatidos. Esse produto, o maior em tamanho de mercado na vertical de suínos, fazia parte do portfólio exclusivo da Zoetis e era responsável por um faturamento anual da ordem de R\$ 200 milhões no Brasil. Embora as complexidades tecnológicas e de pesquisa não fossem triviais, acreditávamos que a Ourofino poderia ser bem-sucedida nessa empreitada, sendo o primeiro laboratório a oferecer uma solução similar e confiável aos suinocultores brasileiros.

Além dos produtos biológicos para suínos, a companhia possuía uma oportunidade ainda maior dentro do mercado *pet*. Entre os anos de 2013 e 2014, grandes multinacionais, como MSD e Boehringer Ingelheim, lançaram um produto inovador para cães: comprimidos mastigáveis à base de isoxazolina para combate de pulgas e carrapatos. Essas soluções se mostravam mais práticas e eficazes na prevenção de parasitas comuns que acometem animais de estimação. As soluções tradicionais de prevenção a parasitas são entregues em um formato líquido ou em spray

e precisam ser aplicadas com cuidado sobre a pele do animal, criando uma barreira de proteção que mata as pragas, enquanto os comprimidos (ectocomprimidos) têm uma ação sistêmica, ou seja, o medicamento é absorvido pela circulação e elimina pulgas e carrapatos a partir da picada e contato com o sangue do cão. O método de ação dos comprimidos, além de trazer uma proteção rápida e de longa duração, também evita eventual perda de eficácia causada por banhos e tosas frequentes e por casos de aplicações tópicas incorretas.

As facilidades trazidas pelos comprimidos mastigáveis logo se converteram em crescimento do faturamento da categoria, afetando o posicionamento de mercado das soluções tradicionais. Essa dinâmica afetou diretamente a Ourofino e seu portfólio, uma vez que os princípios ativos dos ectocomprimidos se encontravam protegidos por patentes, impedindo o desenvolvimento de produtos similares pelos laboratórios nacionais. Dessa forma, a expansão da companhia na vertical de animais de estimação foi afetada negativamente por uma década. Porém, essa situação adversa não deveria se perpetuar indefinidamente – uma das principais moléculas utilizadas para produção dos comprimidos deixaria de ser protegida em meados de 2025, o que começaria a viabilizar a entrada de novos *players*.

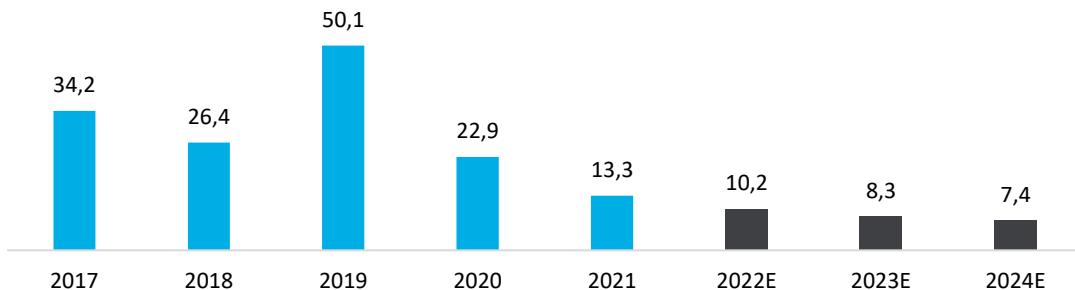
A entrada nesse mercado poderia ser transformadora para a Ourofino, uma vez que o mercado endereçável dos ectocomprimidos era próximo de ~R\$ 1 bilhão, quase um terço do mercado pet total – ilustrativamente, considerando uma participação de mercado de 10% nesse produto, a companhia seria capaz de quase dobrar seu faturamento no segmento de animais de companhia. Embora um lançamento como esse fosse uma meta a ser perseguida no médio prazo, esse exemplo ratificava o grande potencial de expansão de resultados atrelado com o fechamento de lacunas históricas no portfólio de produtos da companhia.

Valuation Atrativo

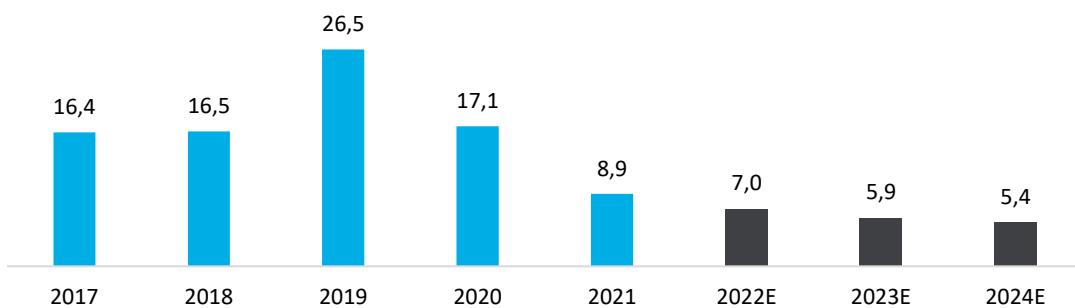
Embora todos os pontos discutidos acima apontassem para uma melhora importante e gradual nos resultados futuros da Ourofino, isso não necessariamente indicava que a tese de investimentos era atrativa. Caso as oportunidades de expansão e as vantagens competitivas da empresa já estivessem sendo especificadas, não deveria existir uma grande assimetria entre o valor intrínseco do negócio e o seu preço de mercado e, consequentemente, o retorno de um investimento nas ações não seria adequado.

Dessa forma, tornava-se imperativo entender o nível de *valuation* em que as ações da Ourofino estavam sendo negociadas e se existia uma margem de segurança dentro da tese de investimento. Pelo prisma de múltiplos, a companhia estava sendo negociada em um patamar atrativo à época e distante das médias históricas, próximo de 10,0 vezes o lucro estimado de 2022 e com perspectivas de reduções importantes nesse indicador para os anos subsequentes (a partir da expansão do lucro líquido). Considerando a qualidade da companhia e as perspectivas de crescimento já discutidas, entendíamos que os agentes de mercado especificavam um cenário que parecia excessivamente conservador, subestimando as diversas oportunidades de negócio que poderiam ser capturadas no médio e longo prazo.

Ourofino (OFSA3) - Preço / Lucro Líquido Corrente + Projeções Iniciais



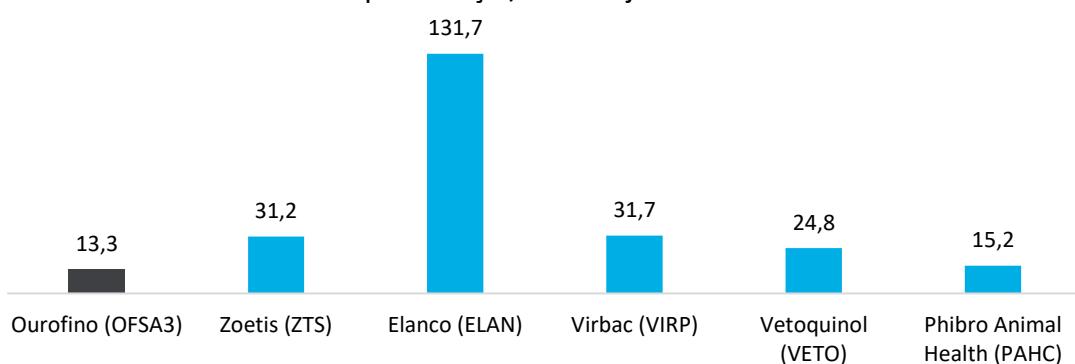
Ourofino (OFSA3) - Enterprise Value / EBITDA Corrente + Projeções Iniciais



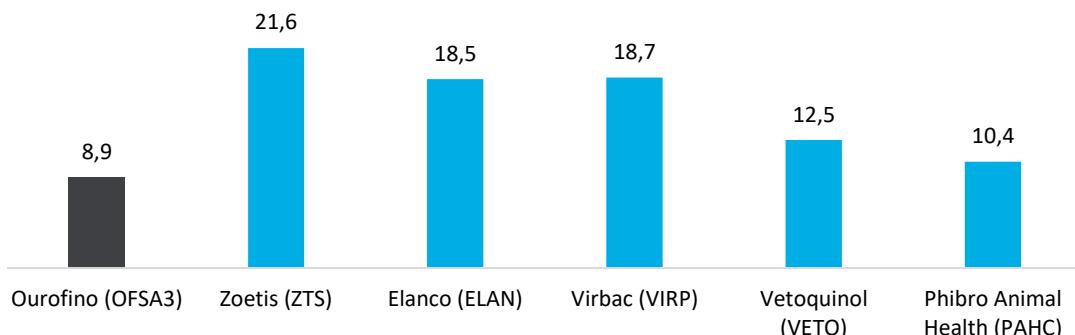
Fonte: Ourofino Saúde Animal, Organon Capital

Outro fator que reforçava a existência de uma boa oportunidade de investimento nas ações da empresa era o desconto considerável existente entre o patamar de *valuation* da Ourofino e o de *peers* internacionais. Embora fosse natural que a companhia negociasse com um desconto razoável vs. concorrentes internacionais, seja pelo nível de inovação em P&D, pelo posicionamento geográfico ou pelas diferenças em termos de liquidez das ações, a discrepância na precificação da Ourofino se mostrava atípica – no cenário analisado à época, as ações da empresa se apresentavam como uma das mais descontadas globalmente dentro do setor de saúde animal.

Múltiplo - Preço / Lucro Ajustado 2021



Múltiplo - EV / EBITDA Ajustado 2021



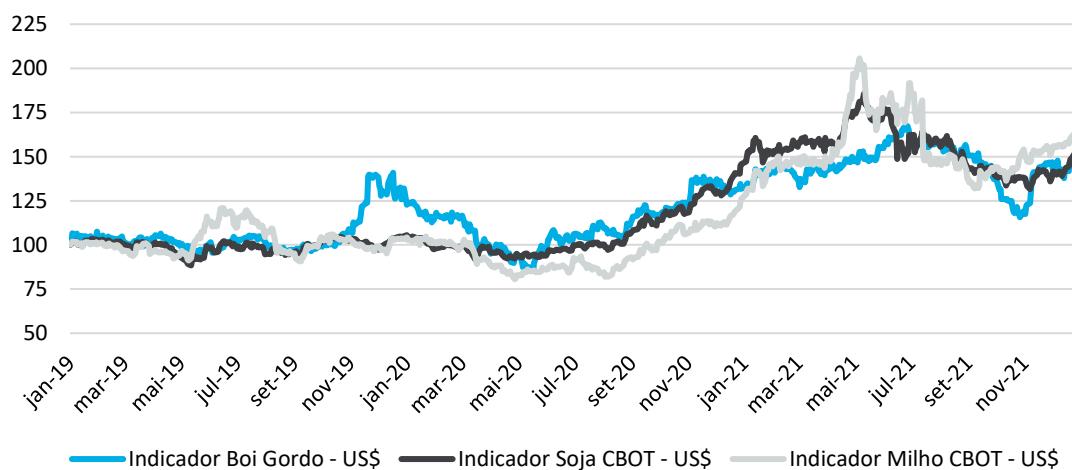
Fonte: Estimativas de mercado, Organon Capital

Com uma especificação assimétrica combinada com uma tese microeconômica sólida e tendências setoriais positivas de longo prazo, era possível verificar que a tese de Ourofino se sustentava em bases robustas, cumprindo os principais requisitos que exigimos de eventuais alvos de investimento. Foi nesse contexto que montamos uma posição inicialmente pequena na companhia. Ao longo das próximas seções, destacaremos os desafios e conquistas da empresa desde o início do investimento em 2021.

2022-2023: Altos e Baixos

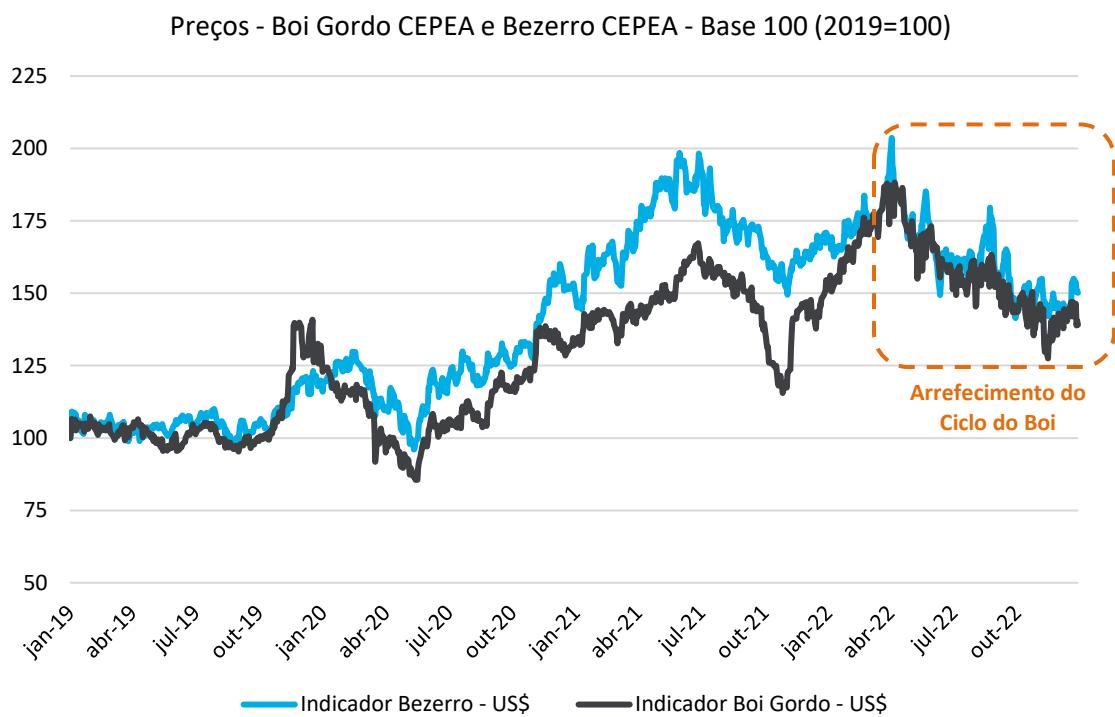
O biênio 2022-2023 foi marcado por uma volatilidade considerável nos resultados operacionais da Ourofino. A grande variação nos resultados durante o período está intimamente conectada com a dinâmica do ciclo do boi. Desde a pandemia em 2020, os pecuaristas brasileiros foram beneficiados por altos preços da arroba, impulsionados por uma oferta local restrita, demanda externa forte e um custo global de produção de carne subindo em linha com o movimento nos preços dos grãos.

Preços - Boi Gordo CEPEA e Grãos CBOT (Soja e Milho) - Base 100 (2019=100)



Fonte: CEPEA, CBOT

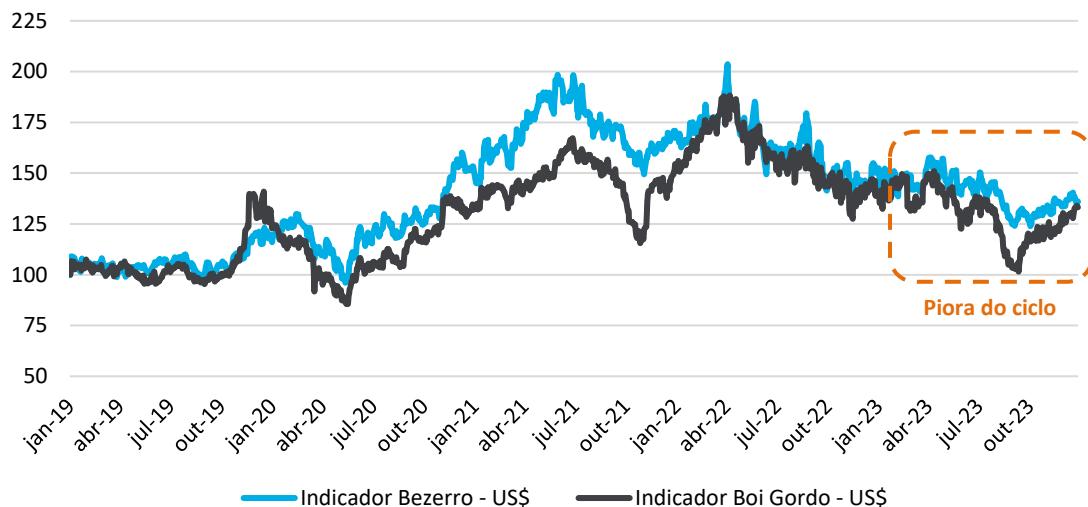
O alto preço da arroba do boi trouxe incentivos para que os produtores investissem consideravelmente em aumento de eficiência e na expansão do rebanho. A Ourofino aproveitou esse momento positivo para capturar um crescimento expressivo no seu principal mercado de atuação, alavancando suas tradicionais linhas de parasiticidas e produtos para reprodução (protocolos hormonais para inseminação artificial). Em 2022, alguns sinais de arrefecimento do ciclo começaram a se tornar visíveis, como a retomada no ritmo de abates e o início de um movimento de queda mais acentuada no preço de bezerros e da arroba. Entretanto, a situação positiva no mercado de saúde animal perduraria durante aquele ano, fazendo com que a companhia entregasse resultados saudáveis e em linha com o esperado.



Fonte: CEPEA

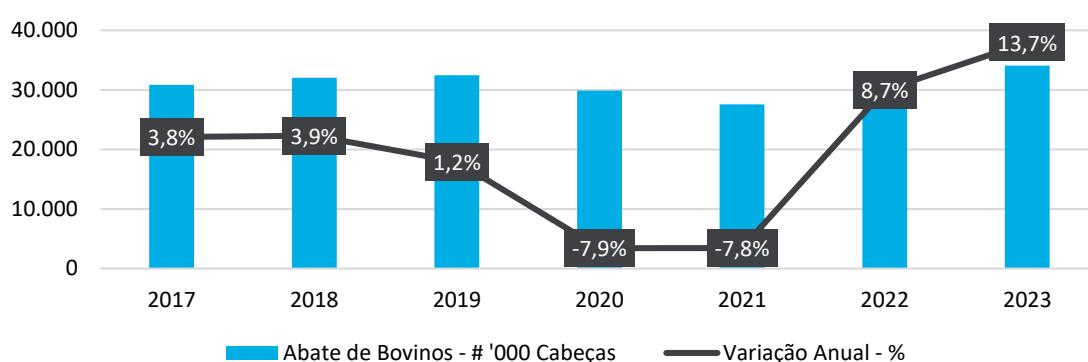
Após um longo período de bonança na pecuária nacional, 2023 marcaria uma verdadeira inflexão do ciclo e o início de um período desafiador. Seguindo as tendências que surgiram ao longo de 2022, os preços pagos ao pecuarista despencaram de forma contínua, comprimindo substancialmente as margens do negócio. Esse movimento dos preços na ponta também alimentou a queda dos preços de bezerros, uma vez que os produtores, considerando o novo cenário de margens, pararam de investir na expansão do rebanho, optando por acelerar os abates de animais para adequação da oferta de carne no mercado. Embora essa dinâmica cíclica da pecuária nacional seja tradicional e amplamente conhecida, alguns fatores acabaram gerando um impacto desproporcional para a Ourofino.

Preços - Boi Gordo CEPEA e Bezerro CEPEA - Base 100 (2019=100)



Fonte: CEPEA

Abate de Bovinos - Brasil



Fonte: IBGE

Durante a primeira metade do ano, um caso atípico (surgimento espontâneo e sem risco de disseminação) de encefalopatia espongiforme bovina (enfermidade popularmente conhecida como "vaca louca") foi identificado no Pará, o que levou a uma suspensão temporária nas exportações de carne para a China. Embora riscos sanitários concretos não tenham se materializado, a suspensão das exportações levou a um cenário pontual de grande incerteza para os produtores, o que também afetou o ritmo de investimento e o pacote tecnológico utilizado na criação do gado.

Em conjunto com a já citada compressão na rentabilidade, a perda de confiança dos pecuaristas levou a tomada de medidas que pareciam improváveis até aquele momento, como a redução da utilização de inseminação artificial para reprodução dos animais e a migração para o método de monta natural (cruzamento natural), muito menos eficiente, mas que envolve menores custos com material genético e protocolos hormonais.

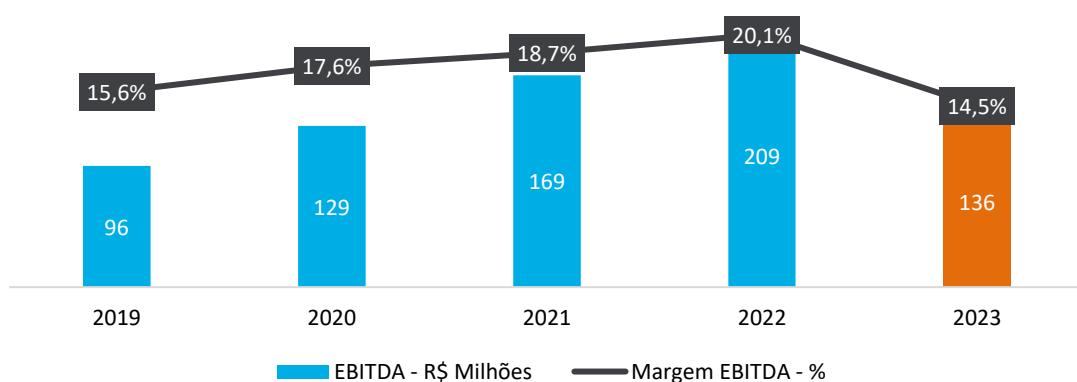
A turbulência vivida naquele momento no nicho de protocolos para IATF culminou em uma redução expressiva da demanda e, consequentemente, trouxe uma piora no ambiente

competitivo. Até mesmo multinacionais, usualmente mais racionais na precificação de suas soluções, realizaram reduções substanciais nos preços dos protocolos, visando escoar uma produção sobredimensionada antes que o prazo de validade dos produtos expirasse. Como uma das líderes de mercado, a Ourofino viu o faturamento de um dos seus nichos de maior valor agregado recuar de forma importante, o que levou a uma deterioração na performance operacional consolidada.

Além dos problemas no negócio de reprodução, a Ourofino também enfrentou simultaneamente problemas na demanda por parasiticidas e pela vacina da febre aftosa. Os problemas na vertical de parasiticidas eram pontuais e estavam intimamente conectados com a situação climática no Rio Grande do Sul, estado em que a companhia possui uma participação de mercado relevante no segmento de animais de produção. O ritmo e a magnitude das chuvas em 2023 levaram a uma menor proliferação de carapatos na região, o que reduziu as compras dos produtos ofertados pela companhia.

Já na frente da vacina contra febre aftosa, a Ourofino enfrentou um movimento regulatório desfavorável – o Ministério da Agricultura começou a implementar o fim gradual do calendário de vacinação contra a doença em vários estados do país, visando a obtenção do status de zona livre de aftosa sem vacinação, que permitiria o acesso a mercados de exportação exigentes, como o Japão e Coréia do Sul. A redução estrutural da demanda com o fim da vacinação obrigatória do rebanho bovino teve seus primeiros impactos ao longo do ano, levando a uma queda na quantidade doses comercializadas. Embora esse produto possuísse margens mais baixas do que a média, a perda faseada de uma fonte de receitas importante contribuiu para uma menor diluição dos custos fixos da companhia, o que potencializou o movimento de queda de rentabilidade ilustrado pelo gráfico abaixo:

EBITDA e Margem EBITDA



Fonte: Ourofino Saúde Animal

2024-2025: Ajuste e Retomada

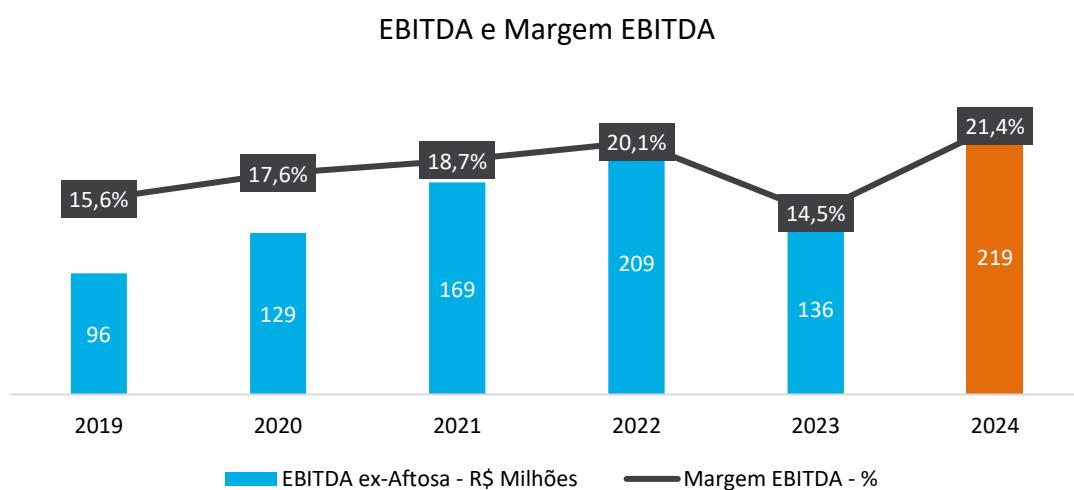
Nesse contexto complexo, a companhia estruturou um profundo plano de reestruturação, visando a recuperação dos resultados para patamares sustentáveis. O primeiro passo para a retomada do equilíbrio financeiro veio através de um duro ajuste em termos de estrutura de pessoal, buscando adequar os custos fixos ao novo cenário de demanda. Adicionalmente, uma

nova configuração das unidades de negócio foi adotada, trazendo maior independência para as verticais de bovinos e de suínos/aves, e houve um processo importante de renovação dos executivos responsáveis pela gestão da estratégia comercial da companhia tanto em animais de produção quanto em animais de companhia.

Uma maior disciplina nos investimentos também foi perseguida, reduzindo desembolsos atrelados com o crescimento de capacidade industrial, embora sempre mantendo o patamar de desembolsos com P&D, fator crucial para sustentar o crescimento de longo prazo. Além dos ajustes citados, a frente de expansão de receitas também foi fortemente trabalhada através de novas parcerias comerciais internacionais para distribuição de produtos e pelo aprimoramento em certas políticas e ações comerciais.

Esse conjunto de medidas de reestruturação, uma situação de demanda mais normalizada em animais de produção comparado com o turbulento ano de 2023 e uma boa performance de vendas em animais de companhia contribuíram para uma recuperação importante na performance operacional da Ourofino ao longo de 2024. Entretanto, parte da melhora de resultados acabou sendo ofuscada por uma continuidade dos impactos com o fim da vacinação contra febre aftosa – a vacinação, usualmente realizada em duas etapas (uma durante o começo do ano e a segunda no segundo semestre), foi abruptamente cancelada pelo governo após a primeira campanha, que, com esse movimento, instituiu o fim da obrigatoriedade da vacinação.

As indústrias farmacêuticas, incluindo a Ourofino, encontraram-se, assim, com um estoque de vacinas que não seria mais utilizado, levando ao reconhecimento de baixas contábeis que reduziram as margens de lucro. De qualquer forma, excluindo esses efeitos pontuais e não recorrentes, a companhia mostrou uma capacidade de normalização de sua performance financeira mesmo em um cenário ainda complexo para a pecuária nacional:



Fonte: Ourofino Saúde Animal

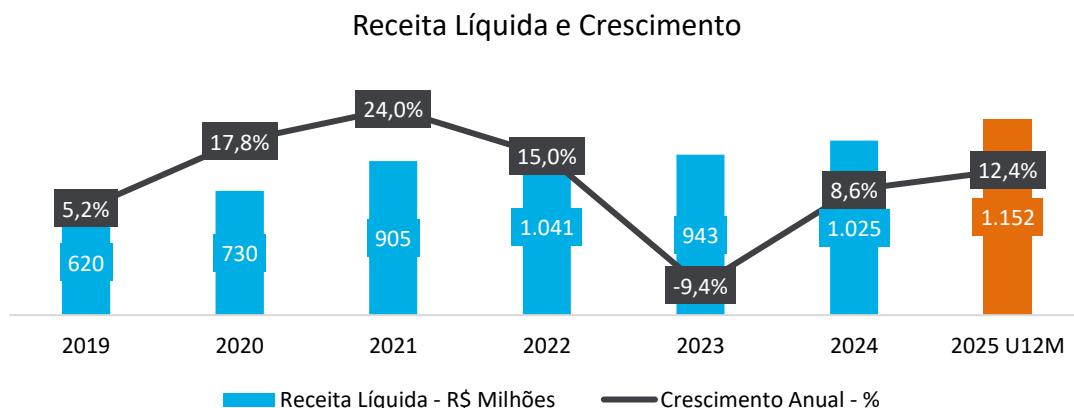
Após um ano de 2023 marcado por dificuldades substanciais e um ano de 2024 focado em ajustes operacionais, a Ourofino adentrou 2025 com perspectivas positivas. Em animais de produção, a recuperação no preço da arroba do boi para patamares que se traduzem em uma boa rentabilidade para o pecuarista impulsionou o crescimento da demanda por produtos veterinários. Além da melhora no ciclo do boi, a companhia também começou a colher

benefícios relevantes derivados dos investimentos em P&D. Entre o final de 2024 e durante 2025, a companhia realizou o lançamento de duas vacinas inovadoras: LeanVac (primeiro produto alternativo no mercado de imunocastração de suínos) e Safesui Glasser One (primeira vacina de dose única contra doença de Glässer lançada no mundo). Em conjunto com as duas outras vacinas no portfólio de suínos, a Ourofino finalmente se tornou capaz de oferecer um conjunto de soluções mais completo para os clientes do setor, destravando uma frente de crescimento que havia sido vislumbrada na época do IPO.

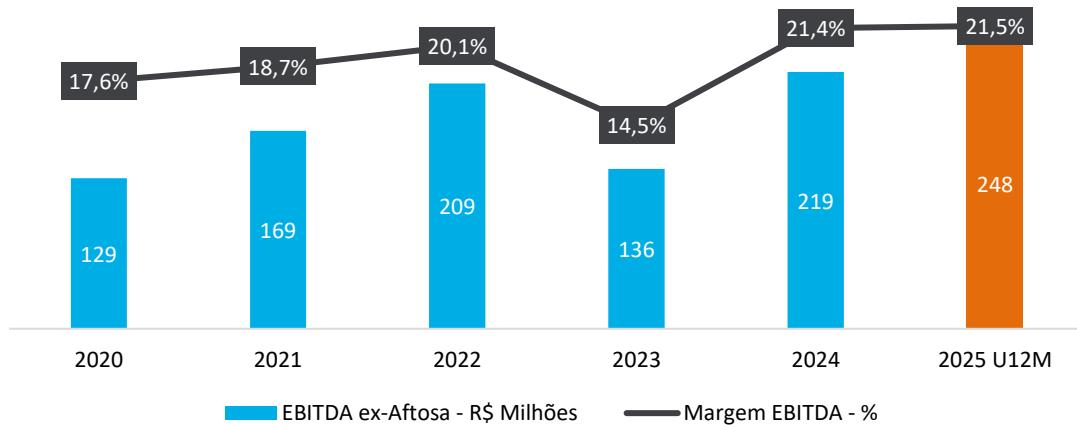
Os lançamentos de animais de produção não ficaram restritos ao nicho de suínos – o principal mercado da vertical, o de bovinos, recebeu incrementos importantes em seu portfólio. Na metade de 2025, a companhia lançou o NexLaner, um parasiticida de última geração, trazendo uma atualização relevante para uma de suas principais categorias de produtos, além de penetrar em um mercado que era dominado exclusivamente pela MSD. Adicionalmente, a companhia também obteve os direitos de distribuição do Boostin junto à LG Chemical, uma solução à base de somatotropina bovina recombinante (BST-r), hormônio utilizado para aumento da produção de leite e amplamente demandado no Brasil. Estimamos que todos esses lançamentos aumentaram o mercado endereçável de animais de produção em aproximadamente R\$ 600 milhões de reais, indicando a magnitude dos avanços obtidos pela Ourofino e o potencial de crescimento do segmento para o futuro.

Já na vertical de animais de companhia, a performance operacional ao longo de 2025 também continuou se mostrando favorável, ancorada por uma estratégia assertiva de geração de demanda na ponta (iniciativas de incentivo ao sell-out). Mesmo em um ambiente de altas taxas de juros que restringem a renda discricionária dos tutores, a Ourofino continuou entregando uma performance comercial sólida e uma rentabilidade atrativa no segmento. Como principal destaque do ano, deve-se ressaltar a entrada no mercado de ectocomprimidos. Em mar/25, com a queda de patente da molécula fluralaner, a Ourofino foi capaz de licenciar seu produto, o Wellpet, primeiro ectocomprimido mastigável lançado por um laboratório nacional. O lançamento ocorreu no final de set/25, indicando que os principais resultados financeiros com a entrada nesse mercado bilionário serão capturados ao longo de 2026.

Considerando todos os fatores acima discutidos, a companhia mostrou um sólido avanço em seus indicadores financeiros, retomando a forte trajetória de crescimento sustentável que havia sido afetada por diversos eventos negativos desde o final de 2022:



EBITDA e Margem EBITDA



Fonte: Ourofino Saúde Animal

Visão de Futuro

Nosso investimento em Ourofino nos últimos anos, como pode ser depreendido da discussão anterior, não progrediu exatamente da maneira que imaginávamos inicialmente. A empresa enfrentou desafios conjunturais e estruturais que a levaram a implementar ajustes e correções de rota que atrasaram parcialmente seu plano de crescimento. No entanto, durante esse caminho tortuoso, continuamos sempre entendendo que os fundamentos microeconômicos e a capacidade de adaptação da companhia permitiriam que ela reencontrasse uma trajetória de expansão robusta no médio e longo prazo. Esse entendimento nos levou a construir uma posição gradualmente maior nas ações da companhia ao longo dos últimos quatro anos, aproveitando a contínua discrepância entre o valor intrínseco e o preço negociado em bolsa. Ao final de dez/25, as ações da Ourofino representavam 4,7% do portfólio do fundo (2,9% da empresa), tendo sido adquiridas por um preço médio, ajustado por dividendos, de aproximadamente R\$ 18,64 (19,0% abaixo do preço de tela em 30/12/2025).

Em nossa visão, os pilares que sustentaram a tese inicial continuam válidos, justificando as perspectivas de obtenção de retornos saudáveis com o investimento no médio e longo prazo.

Em termos de vantagens competitivas, a empresa mostrou na prática sua capacidade de alavancar fortalezas industriais e comerciais para se reestruturar e voltar a crescer mesmo em um ambiente de demanda mais complexo dentro das principais categorias comercializadas. O mercado de saúde animal como um todo também se mostrou resiliente e atrativo, crescendo em um ritmo razoável mesmo com todos os fatores macroeconômicos e setoriais negativos que predominaram nos últimos anos.

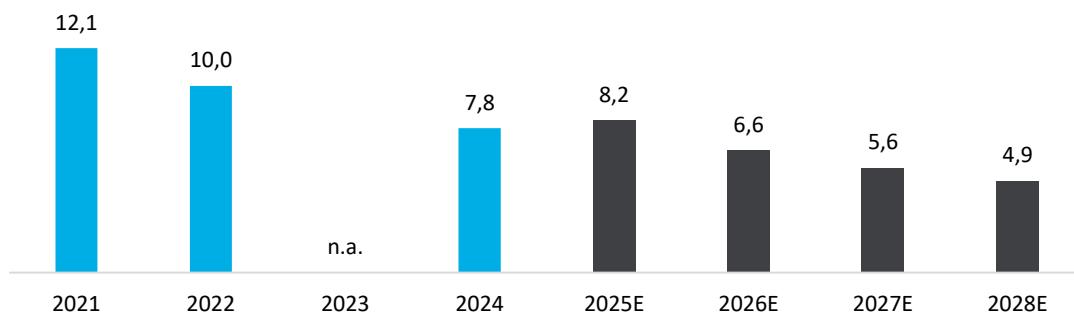
A nova mentalidade da Ourofino na frente de P&D também se mostrou bem-sucedida e começou a gerar impactos positivos sobre o negócio conforme esperado, levando ao fechamento de duas das principais lacunas do portfólio de produtos: vacinas para suínos e ectocomprimidos. Os benefícios financeiros com esses lançamentos foram capturados apenas parcialmente até o presente momento, indicando a capacidade de expansão do lucro operacional para os próximos anos. Importante notar que, atualmente, a companhia se encontra em um nível de maturidade

muito mais avançado em termos de inovação tecnológica – os recentes lançamentos não são simples cópias de produtos presentes no mercado, mas contém diferenciais claros que trazem maior eficácia e praticidade para os clientes.

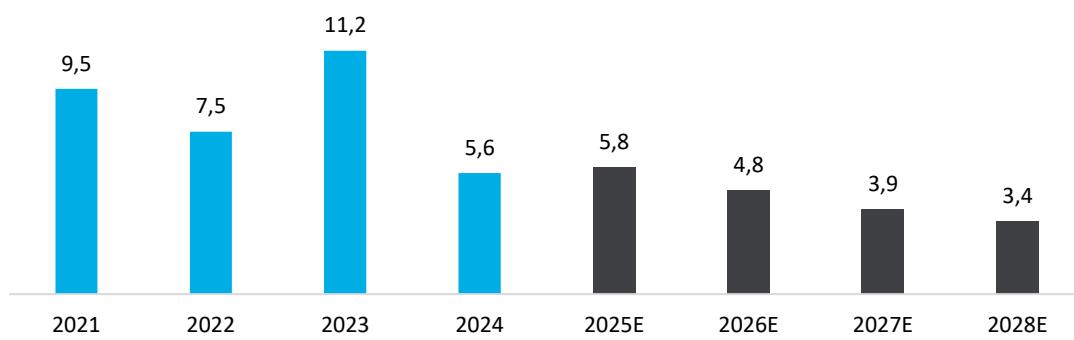
Ademais, seguimos confiantes que os sucessos obtidos com os lançamentos dos últimos anos devem ser replicados para o futuro, destravando o crescimento em outras verticais relevantes que a companhia ainda não está presente, como o segmento de vacinas para cães e gatos, e permitindo um crescimento mais acelerado na frente de exportação dado o maior nível de tecnologia embarcado nos produtos.

Por fim, o nível de *valuation* em que a companhia é negociada se mostra ainda mais atrativo em comparação com o momento em que o investimento do fundo foi iniciado, propiciando uma margem de segurança adequada e abrindo um espaço importante para a reprecificação futura das ações. Considerando tendências setoriais e levando em consideração o *ramp-up* comercial dos novos produtos, é possível projetar um avanço importante nos indicadores financeiros da companhia e uma consequente compressão dos múltiplos de negociação:

Ourofino (OFSA3) - Preço / Lucro Líquido Corrente + Projeções Atuais



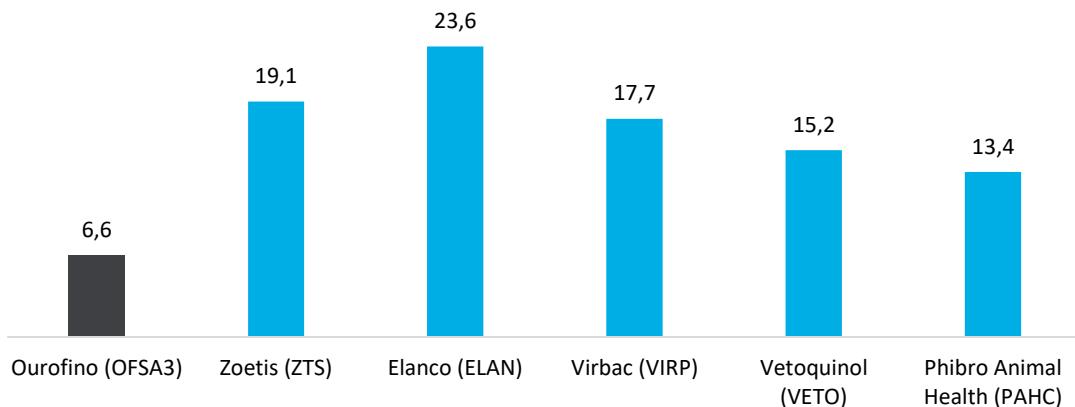
Ourofino (OFSA3) - Enterprise Value / EBITDA Corrente + Projeções Atuais



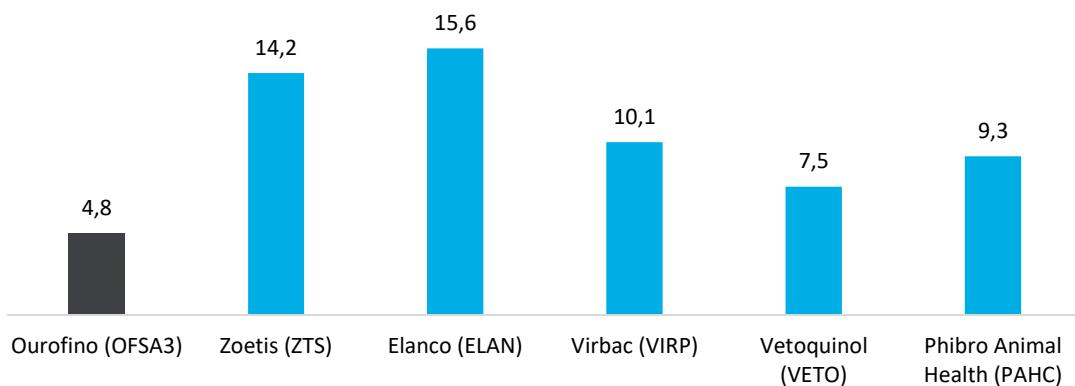
Fonte: Ourofino Saúde Animal, Organon Capital

Realizando novamente o exercício de comparar os resultados e a precificação da companhia perante *peers* globais, é possível observar que a Ourofino continua sendo negociada com um desconto muito considerável vs. concorrentes multinacionais mesmo que a companhia se encontre hoje em uma posição mais favorável do ponto de vista de portfólio de produtos, crescimento contratado e capacidade de execução de P&D:

Múltiplo - Preço / Lucro Ajustado 2026E



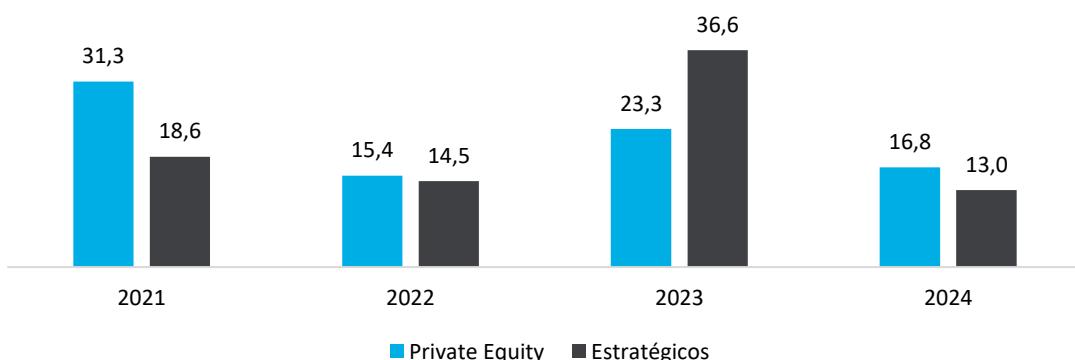
Múltiplo - EV / EBITDA Ajustado 2026E



Fonte: Estimativas de mercado, Organon Capital

Reforçando a análise acima, também é possível observar uma divergência considerável na precificação da empresa ao considerar algumas transações recentes dentro do setor e os múltiplos médios dos negócios ocorridos ao longo dos últimos anos:

**Múltiplos Médios Reportados em Transações (M&As Globais) -
EV/EBITDA - Breakdown por Tipo de Comprador**



Fonte: R.L. Hulett

Transações Selecionadas – Setor de Saúde Animal Global

  <p>Jan/25 – US\$ 75 milhões – 10,4x EV/EBITDA RandLab, um desenvolvedor de produtos veterinários para equinos, foi adquirido pela Animalcare Group</p>	  <p>Jul/24 – US\$ 520 milhões – Empresa Pré-Receita Invetx, uma start-up pioneira no desenvolvimento de terapias com anticorpos monoclonais, foi adquirida pela Dechra Pharmaceuticals</p>
  <p>Out/24 – US\$ 1,5 bilhões – 15,7x EV/EBITDA PetIQ, uma produtora e distribuidora de produtos voltados à saúde animal, foi adquirido pelo Bansk Group</p>	   <p>Mar/25 – US\$ 6,0 bilhões A empresa francesa Ceva Animal Health levantou € 5,5 bilhões com um grupo de investidores, atingindo um <i>valuation</i> de € 9,2 bilhões – A companhia faturou € 1,8 bilhões em 2024</p>

Fonte: R.L. Hulett, Reuters, Bloomberg, endereços eletrônicos das companhias

Inclusive, é relevante notar que a própria Ourofino foi avaliada com um grande prêmio em comparação com seu valor de mercado em uma transação ocorrida em 2022. Na ocasião, o BNDES e a gestora Opportunity venderam uma participação de 29,0% na companhia por R\$ 38,03/ação¹¹ (implicando um prêmio de aproximadamente 75,0% sobre o valor de mercado à época do anúncio e um múltiplo P/L em torno de 16,0x¹²) para um investidor estrangeiro, o conglomerado japonês Mitsui. Esse negócio reforça ainda mais a visão sobre o valor estratégico da Ourofino no mercado brasileiro de saúde animal e a dificuldade de replicação de ativos construídos ao longo de décadas.

De qualquer forma, mesmo imaginando um cenário em que estejamos corretos em nossas premissas operacionais, mas o mercado continue precisando as ações da companhia com um desconto similar ao atual, entendemos que existem mecanismos para garantir um ótimo carregamento para os investidores. Com um crescimento importante no lucro e um aumento natural na geração de caixa, a companhia poderia futuramente manter um programa robusto de dividendos, retornando capital excedente aos acionistas e mantendo um *dividend yield*¹³ muito atrativo, uma estratégia bem alinhada com o que foi discutido na introdução da presente carta.

¹¹ <https://www.theagribiz.com/empresas/por-que-a-mitsui-avaliou-a-ourofino-em-r-2-bi/>

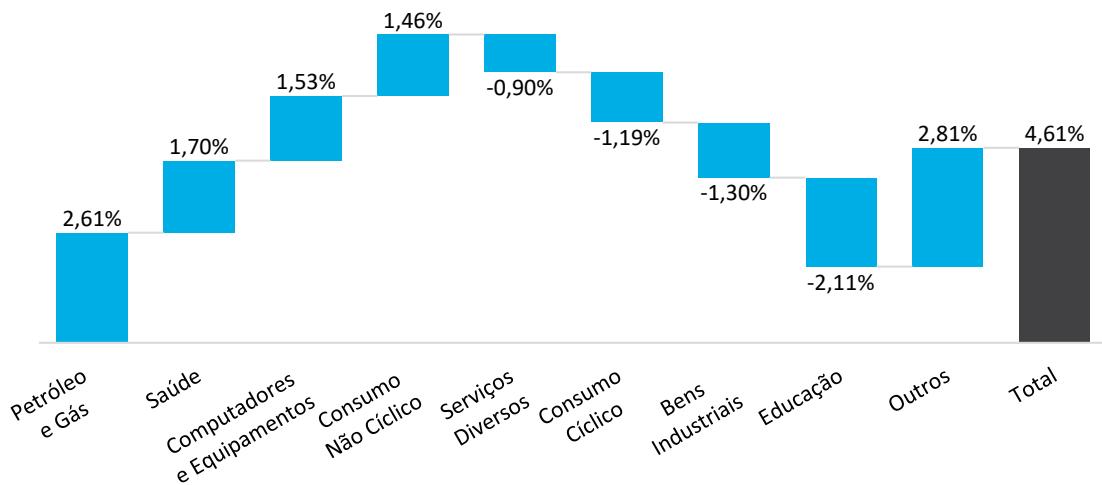
¹² P/L = Preço / Lucro | Múltiplo calculado com base no lucro líquido apurado em 2022

¹³ *Dividend Yield* = Dividendos pagos por ação / Preço atual da ação

Desempenho Semestral

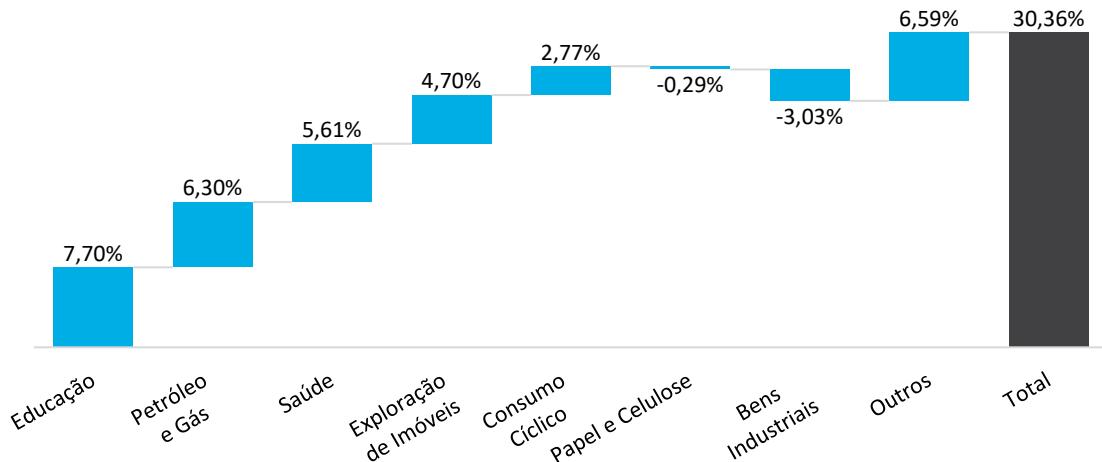
Neste segundo semestre de 2025 obtivemos um retorno de +4,6%. Em contrapartida, o índice Bovespa teve variação de +16,0%, índice Bovespa Small Cap de +3,4% e o IPCA +5% a.a. acumulou uma alta de 3,8%. No gráfico abaixo, demonstramos a distribuição da performance por setor da nossa carteira de ações durante o segundo semestre. Taxas de administração e performance foram agrupadas na coluna “Outros” do gráfico.

Atribuição de performance por setor econômico - 2S 2025



No acumulado do ano de 2025, obtivemos um retorno de +30,4%. O índice Bovespa teve uma variação de +34,0%, o índice Bovespa Small Cap de +30,7% e o IPCA +5% a.a. acumulou uma alta de 9,6%.

Atribuição de performance por setor econômico - 2025



Ao final do segundo semestre de 2025 nosso portfólio contava com posições em 17 empresas e as 10 maiores posições representavam 79% do patrimônio do fundo, conforme nosso princípio de investimento de concentrar a carteira nas ações em que possuímos maior convicção.

O segundo semestre de 2025 foi marcado por uma continuidade da dinâmica positiva registrada ao longo do primeiro semestre. Entre os principais fatores que influenciaram o movimento de apreciação das ações brasileiras, podemos citar principalmente a retomada do fluxo de investidores estrangeiros e perspectivas mais otimistas para os ativos de risco locais por conta do potencial início do ciclo de afrouxamento monetário. Para 2026, esperamos um ano que deve ser dominado pela natural volatilidade associada com o ciclo eleitoral, que deve trazer ruídos significativos para os mercados. Nesse contexto de maior incerteza, buscamos suporte nos pilares em que a nossa filosofia de investimento foi construída.

Sabemos que realizar grandes previsões sobre eventos macroeconômicos e geopolíticos está fora de nosso círculo de competência e, portanto, teríamos dificuldades para destravar valor aos cotistas através desse tipo de abordagem. Dessa forma, buscamos direcionar nosso foco e energia para três frentes: (i) acompanhamento próximo das teses investidas e de seus fundamentos microeconômicos, buscando entender profundamente os principais *drivers* de valor e gatilhos para reprecificação das ações; (ii) prospecção de novas oportunidades de investimento que apresentem uma assimetria relevante de *valuation*, uma margem de segurança adequada e potencial de inflexão operacional no médio e longo prazo e (iii) aspectos de gestão do portfólio, visando atingir um equilíbrio saudável na alocação do fundo entre os diferentes tipos de teses e garantir um rebalanceamento contínuo dos investimentos conforme a relação de risco e retorno se modifique ao longo do tempo. A partir desse plano de ação, acreditamos que estaremos preparados para navegar os mais diversos cenários que possam surgir no curto prazo, sejam eles positivos ou negativos.

Por fim, gostaríamos de agradecer a confiança contínua dos nossos investidores. Seguiremos acessíveis em nossos canais de comunicação.

Atenciosamente,

Equipe de gestão da Organon Capital

São Paulo, 23 de janeiro de 2026.