



# CARTA MENSAL

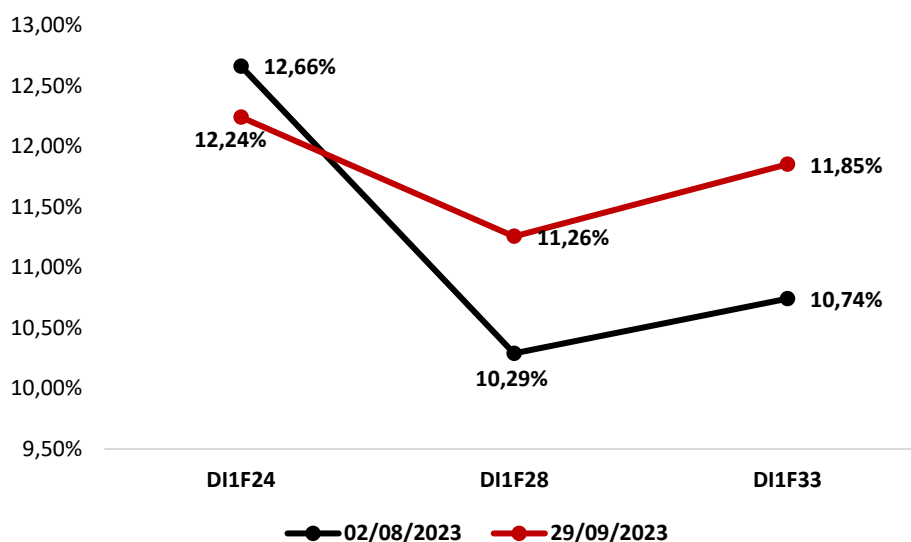
SETEMBRO 2023

## Setembro/2023 – No Brasil, a SELIC caiu, e daí? No mundo, a “desinflação imaculada” e o “higher for longer”

Era uma vez um país com uma das maiores taxas de juros reais do mundo. Nessa nação, o Executivo pressionava de forma bastante agressiva o Banco Central a baixar a taxa SELIC, como se isso fosse recomendável através de uma simples “canetada”. O COPOM resistiu por oito meses, até reduzir (de forma técnica) o juro básico, consecutivamente, em duas reuniões (no começo de agosto e meados de setembro) em 0,5% cada, para 12,75% a.a.

Mas o que aconteceu com a curva de juros desde então?

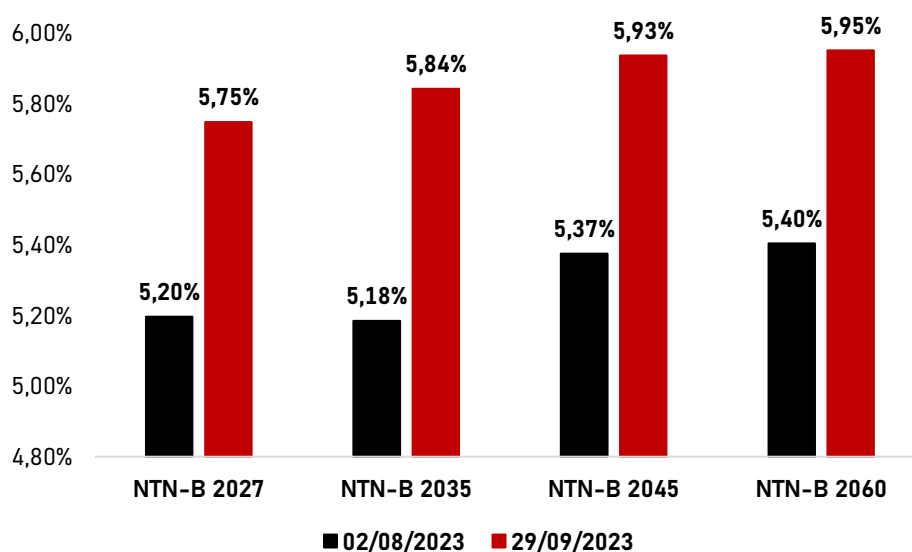
Figura 1: Curva de Juros no dia 02/08/23 (data da primeira reunião do COPOM que cortou juros) e no dia 29/09/23



Fonte: Quantum

Diferentemente do que esperava o Governo, por razões internas e externas, a curva de juros paradoxalmente só se deslocou para cima desde agosto. As taxas de cinco e dez anos subiram, respectivamente, de 10,29% para 11,26% a.a. e de 10,74% para 11,85% a.a. Somente as taxas de juros de um ano foram influenciadas para baixo, mesmo assim em magnitude bastante inferior à redução de 1% na taxa SELIC.

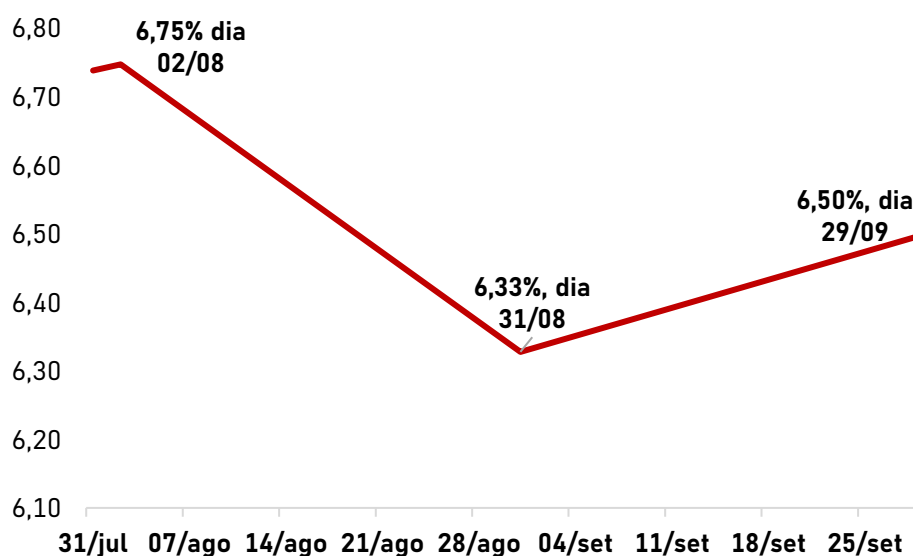
**Figura 2: NTN-Bs - desde que o Copom que começou a cortar juros (02/08) até final de setembro (29/09)**



Fonte: Broadcast

Além disso, as NTN-Bs experimentaram também um relevante salto entre o começo de agosto e o final de setembro/23. Tanto a NTN-B mais curta (2027) quanto a mais longa (2060) sofreram a majoração de 55 pontos-base, na contramão da queda de 1% na taxa SELIC.

**Figura 3 - Juro real prospectivo - desde o dia do primeiro corte de juros em 02/08 até o dia 29/09**



Fonte: Quantum

O juro real ex-ante (taxa de juros nominais de um ano versus IPCA projetado de 12 meses no Boletim FOCUS) caiu levemente (25 pontos-base somente) vis a vis o corte de 100 pontos na taxa básica pelo COPOM.

**Em outras palavras, conforme largamente ensinado pela teoria econômica, o BC detém a capacidade de mexer somente na taxa curta de referência, mas é o mercado que define a curva de juros que, no final do dia, impactará a economia.** De nada adiantam voluntarismos ou bravatas para baixar o juro “na marra”. Pelo contrário, se houver uma impressão de interferência do Executivo na autoridade monetária, os investidores vão cobrar um prêmio para comprar títulos públicos e/ou alongar a dívida.

**Evidentemente, foram outros motivos (e não a pressão do Governo) que levaram as taxas a subirem entre agosto e setembro. Porém, uma queda na taxa SELIC é sempre manchete nos jornais e alvo de preocupação de políticos, destaque que nunca acontece com uma abertura da curva de juros.**

No mês de setembro, convivemos com expressões interessantes:

#### **Expressão 1: “Desinflação Imaculada” (Paul Krugman)**

O Prêmio Nobel Paul Krugman usou a expressão “desinflação imaculada” para descrever uma elevação de juros nos EUA – de 0% (entre março/2020 e março/2022) para 5,5% a.a em setembro/23 – sem deixar praticamente nenhum rastro em termos de desaceleração econômica. As teorias para tal fenômeno são múltiplas, sendo a mais popular a que indica uma mudança de hábito das pessoas e das empresas pós-COVID, com uma tendência menor de poupança e maior de consumo e investimento.

O mercado de trabalho continua forte, com desemprego em 3,8% e criação de postos rondando os 200.000/mês.

Apesar da decisão do FED de setembro em manter os juros básicos na faixa de 5,25%-5,5% a.a. ter sido amplamente esperada, a surpresa ficou por conta de 12 dirigentes (maioria) que expressaram a opinião de que esse range vai aumentar para 5,5% – 5,75% a.a até o final de 2023. Em outras palavras, há mais uma alta de 0,25% “encomendada”.

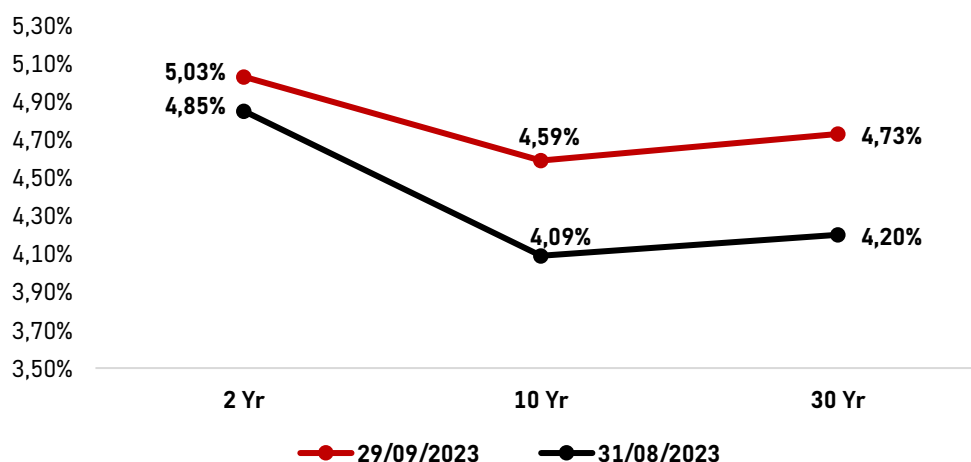
A inflação – tanto o CPI, PPI e PCE –, apesar da queda, insiste em ficar na casa dos 3,5-4% ao ano, bem acima do teto informal de 2% a.a perseguido pelo FED.

#### **Expressão 2: “Higher for longer” (banqueiros centrais)**

A situação da atividade ainda forte e a inflação que está caindo muito lentamente fizeram com que o mercado comesse a projetar a manutenção do juro alto por um bom tempo (“higher for longer”). O grande

receio é que essa situação leve a um pouso forçado na economia norte-americana.

**Figura 4 – Comportamento da curva de juros – EUA – setembro/23**



Fonte: Quantum

Tal combinação de inflação e atividade ainda altas, apesar da elevação do FED fund rate, pressionou a curva de juros dos EUA, com os vértices de 2, 10 e 30 anos saltando no mês, pela ordem, de 4,85% para 5,03% a.a, de 4,09% para 4,59% a.a. e de 4,20% para 4,73% a.a (os maiores níveis desde 2007).

Com isso, assistimos a um fortalecimento do dólar, com o indicador DXY subindo 2,5%. A bolsa norte-americana (S&P), pela maior aversão a risco, sofreu queda de 4,9%.

**No resto do mundo, a China foi destaque no mês, a partir da constatação de que o setor de consumo tem reagido bem à reabertura da economia pós-COVID, diferentemente dos segmentos de infraestrutura e construção civil, que ainda estão patinando.** O governo flexibilizou crédito para a compra de casas. Lembrando que o setor de construção civil na China responde por 30% do PIB, patamar bem acima dos EUA, por exemplo.

O Banco Central Chinês (PBOC) cortou as taxas dos depósitos compulsórios em 0,25%, animando o mercado de esse poderia ser apenas o primeiro passo de flexibilização monetária. Porém, para decepção dos investidores, os juros básicos de 1 ano foram mantidos em 3,45% e o de 5 anos em 4,2% a.a. Conservadorismo do PBOC, mesmo com a inflação mensal de agosto em apenas 0,1%.

Já o Japão manteve a taxa básica em -0,1%, apesar das sinalizações do Banco Central japonês (BOJ) de que poderia começar a apertar a política monetária.

O Banco Central inglês foi outro que surpreendeu, mantendo a taxa em 5,25% ao ano, em uma decisão dividida (5x4), mesmo com a constatação de dados de atividade mais fortes.

A única autoridade monetária importante que elevou a taxa básica em setembro foi o Banco Central europeu (BCE) em 0,25%, para 4% ao ano, perante a PMIs acima do esperado.

Na Europa e no Reino Unido, a expectativa também é que o juro seja mantido em patamares elevados por longo tempo, dentro da filosofia “higher for longer”.

No Brasil, duas outras expressões podem ser destacadas ao longo do mês de setembro:

### **Expressão 3 – “Desancoragem gêmea” (Roberto Campos Neto)**

### **Expressão 4 – “Contabilidade criativa” (expressão que surgiu no mercado no tempo do impeachment de Dilma Rousseff)**

Essas duas expressões condensam o que foi o mercado de juros em setembro do ponto de vista interno. No mais, observamos uma combinação explosiva de abertura da curva americana (fator de pressão externa) com a desconfiança fiscal no Brasil.

A “desancoragem gêmea”, assim alcunhada pelo Presidente do BC, significa um ciclo vicioso que o mercado entrou: Previsão de que o Governo não cumpra a meta de resultado primário no futuro, impactando as expectativas de inflação, que estão rígidas no tempo, mesmo com a melhora dos índices de inflação no curto prazo.

**Figura 5 – Boletim Focus: Final de agosto/23 x Final de setembro/23**

| <b>Expectativas</b>                      | <b>Final de agosto (a.a.)</b> | <b>Final de setembro (a.a.)</b> |
|------------------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|
| <b>IPCA 2023</b>                         | 4,90%                         | 4,86%                           |
| <b>IPCA 2024</b>                         | 3,87%                         | 3,87%                           |
| <b>IPCA 2025</b>                         | 3,50%                         | 3,50%                           |
| <b>IPCA 2026</b>                         | 3,50%                         | 3,50%                           |
| <b>Taxa Selic (final do ano de 2023)</b> | 11,75%                        | 11,75%                          |
| <b>Taxa Selic (final do ano de 2024)</b> | 9,00%                         | 9,00%                           |
| <b>Taxa Selic (final do ano de 2025)</b> | 8,50%                         | 8,50%                           |
| <b>Taxa Selic (final do ano de 2026)</b> | 8,50%                         | 8,50%                           |
| <b>PIB 2023</b>                          | 2,31%                         | 2,92%                           |
| <b>PIB 2024</b>                          | 1,33%                         | 1,50%                           |
| <b>Resultado Primário / PIB 2023</b>     | -1,00%                        | -1,10%                          |
| <b>Resultado Primário / PIB 2024</b>     | -0,75%                        | -0,75%                          |

Fonte: Boletim Focus – Banco Central do Brasil

É interessante notar que, em setembro, as projeções de IPCA no Boletim FOCUS para os anos vindouros praticamente não caíram, ficando ainda distantes do centro da meta. Ao mesmo tempo, o mercado manteve a estimativa de déficit primário pior do que o indicado pelo arcabouço fiscal: -1,10% versus o prometido pelo governo de -0,5% do PIB para 2023; e -0,75% versus resultado primário prometido de zero em 2024.

Com essa desconfiança fiscal, as projeções de inflação não caem (desancoragem gêmea).

Será que o fantasma da contabilidade criativa voltou a assombrar? Um grande receio do mercado é que o governo, no afã de atingir a meta de resultado primário zero para 2024, possa lançar mão de artifícios contábeis. O caso da MP que muda a tributação de incentivos fiscais do ICMS é um exemplo. A contabilização proposta para os precatórios é outra incógnita. Além disso, há um ceticismo em relação à uma supervalorização nas projeções de receitas.

O COPOM cortou os juros em 0,5% para 12,75% ao ano e deixou explícita exatamente a preocupação quanto à execução fiscal do Governo Lula. Adicionalmente, o comitê pregou também uma observação mais atenta em relação ao cenário externo, que vem gradativamente se deteriorando, sobretudo pela abertura nas curvas de juros pelo mundo. Esse movimento, se amplificado, pode impedir uma taxa SELIC terminal de um dígito no Brasil já no ano que vem.

A inflação começa a dar sinais mais fortes de arrefecimento. Apesar dos índices ao atacado terem voltado ao campo positivo (IGP-DI: +0,05%; IPA-10: +0,18%; IGP-M: +0,37%), a boa notícia ficou por conta do comportamento do setor de serviços no IPCA (-0,08%). A média dos núcleos girou ao redor de 0,28%, tanto no IPCA quanto no IPCA-15, dando tranquilidade para a continuidade no relaxamento monetário pelo BC. Porém, está claro que a velocidade de cruzeiro hoje é de um ritmo de redução de 0,5% por reunião, com pouca possibilidade de aceleração.

Já a atividade apresentou sinais mistos no mês. Enquanto os dados de vendas no varejo (+0,7%) e serviços (+0,5%) subiram em julho, a produção industrial caiu -0,6%. No Boletim Focus, no entanto, aumentou, entre agosto e setembro, o otimismo em relação ao PIB 2023 (de 2,31% para 2,93%) e 2024 (de 1,33% para 1,50%).

**Figura 6: Retorno dos ativos em setembro/23**

| Indicadores                        | ago/23  | set/23  | Variação mês x mês |
|------------------------------------|---------|---------|--------------------|
| <b>Bolsas</b>                      |         |         |                    |
| Ibovespa                           | 115.741 | 116.565 | 0,70%              |
| IBX                                | 48.698  | 49.109  | 0,80%              |
| SMLL                               | 2.172   | 2.111   | -2,80%             |
| S&P 500                            | 4.508   | 4.288   | -4,90%             |
| <b>Câmbio</b>                      |         |         |                    |
| Dólar/Real                         | 4,92    | 5,01    | -1,80%             |
| DXY                                | 103,63  | 106,22  | 2,50%              |
| <b>Curva de Juros e Risco-País</b> |         |         |                    |
| DI Janeiro 2033                    | 11,25%  | 11,70%  | 0,50%              |
| NTN-B 2027                         | 5,30%   | 5,75%   | 0,50%              |
| NTN-B 2055                         | 5,64%   | 5,96%   | 0,30%              |
| Swap DI x Pré 12 meses             | 10,67%  | 10,78%  | 0,10%              |
| CDS Brasil 10 anos                 | 2,57%   | 2,80%   | 0,20%              |
| Treasury 2 anos                    | 4,85%   | 5,05%   | 0,20%              |
| Treasury 10 anos                   | 4,09%   | 4,58%   | 0,50%              |
| <b>Commodities</b>                 |         |         |                    |
| Petróleo Brent                     | 87,29   | 95,31   | 9,20%              |
| Minério de Ferro                   | 118,2   | 119,8   | 1,40%              |
| Soja US\$ (CBOT)                   | 1.369   | 1.301   | -5,00%             |

Fonte: Quantum Axis, S&P Platts, B3, elaboração própria

**No mercado de renda variável**, o Ibovespa subiu 0,7% em setembro, apesar da abertura da curva de juros no mundo inteiro e o menor apetite a risco, sobretudo dos estrangeiros. Já o SMLL (índice small caps) caiu 2,8% no mês. **Dos vinte e dois índices setoriais calculados pela Meta Asset Management, nove apresentaram variação positiva no mês.**

O S&P norte-americano também amargou perda de -4,9% no mês, pela insegurança em relação ao fim do processo de elevação de juros e o receio quanto a uma aterrissagem forçada da economia dos EUA.

**No mercado de renda fixa, pelo terceiro mês consecutivo, a curva inclinou, com os juros longos subindo, seguindo um movimento observado por todo o globo. No caso brasileiro, o mau humor foi ainda alimentado pela insegurança sobre a execução fiscal do Governo Lula.** Enquanto o swap de doze meses subiu levemente de 10,67 % para 10,78% a.a. (+11 pontos-base), a taxa do DI de dez anos subiu de forma mais significativa, de 11,25% para 11,70% a.a. (+45 pontos-base).

No mercado de NTN-Bs, o movimento foi também de abertura das taxas longas, com elevação tanto dos cupons mais curtos (2027: +45 pontos-base, de 5,30% para 5,75 a.a), quanto nos mais longos (título 2055: 32 pontos-base, de 5,64% para 5,96% a.a).

Enquanto isso, a curva de juros das *Treasuries* de dois e dez anos dos EUA obedeceram a lógica de aumento de inclinação, com o receio dos investidores quanto ao risco de mais elevações dos juros básicos, além da manutenção dessas taxas por um período mais prolongado. Enquanto o rendimento da Treasury de 2 anos saltou de 4,85% para 5,05% a.a, a taxa do título de 10 anos escalou de 4,09% para 4,58% a.a no mês, atingindo o maior nível desde 2007.

No mercado de câmbio, o Brasil seguiu, em setembro, a mesma tendência de apreciação da moeda norte-americana observada internacionalmente (DXY: +2,5%), com o Real se depreciando (-1,8%) em relação ao dólar, com o impulso das treasuries e aumento da desconfiança fiscal.

Nos mercados de commodities que mais interessam ao Brasil, destaque para a intensa alta do petróleo (+9,2%). Já o minério de ferro subiu 1,4% e a soja caiu -5,0%.

O Risco-Brasil, representado pelo *Credit Default Swap* (CDS), com a piora de aversão externa ao risco, subiu de 2,57% para 2,80% a.a.

**Figura 7: Índices setoriais – Meta Asset – Mês de setembro/23**

| Índices Meta Asset                | set/2023 |
|-----------------------------------|----------|
| Meta Índice Exploração de Imóveis | 20,3%    |
| Meta Índice Mineração             | 8,6%     |
| Meta Índice Açúcar e Alcool       | 3,1%     |
| Meta Índice Água e Saneamento     | 1,8%     |
| Meta Índice Óleo Gás Petroquímico | 1,0%     |
| IBX                               | 0,8%     |
| Meta Índice Frigoríficos          | 0,8%     |
| Ibovespa                          | 0,7%     |
| Meta Índice Logística             | 0,6%     |
| Meta Índice Energia Elétrica      | 0,3%     |
| Meta Índice Indústria             | 0,2%     |
| Meta Índice Serviços Financeiros  | -0,4%    |
| Meta Índice Materiais Básicos     | -0,5%    |
| Meta Índice Shoppings Centers     | -0,7%    |
| Meta Índice Siderurgia            | -0,9%    |
| Meta Índice Agricultura           | -2,1%    |
| Meta Índice Bancos                | -2,8%    |
| Meta Índice Aéreas                | -2,9%    |
| Meta Índice Saúde                 | -5,1%    |
| Meta Índice Varejo                | -5,9%    |
| Meta Índice Locação de Veículos   | -5,9%    |
| Meta Índice Tecnologia            | -6,1%    |
| Meta Índice Construção            | -7,5%    |
| Meta Índice Supermercados         | -9,7%    |

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

**Nove índices setoriais experimentaram variação positiva no mês de setembro/23.**

**Em primeiro lugar, veio o segmento de exploração de imóveis (+20,3%), na esteira da valorização forte de BR Properties (+75%), por conta da venda de quase todos os ativos e liquidação virtual da empresa. Outro destaque positivo foi a Logg (+8%).**

**No segundo posto, apareceu o setor de mineração (+8,6%), respondendo às altas das commodities metálicas e melhores notícias em relação à China no mês. Cite-se CSN Mineração (+13%), Ferbasa (+10%) e CBA (+7%).**

**Já o nicho de açúcar e álcool teve um mês também favorável (+3,1%), por conta da disparada do preço do açúcar (proibição pela Índia de exportação da commodity pela escassez de chuvas no país, o que afetou a produção). Nomeie-se, principalmente, São Martinho (+9%), que puxou o índice.**

**O segmento de supermercados foi o mais afetado negativamente (-9,7%), por conta da variação pontual de dois papéis. Mencione-se Pão de Açúcar (-29%) e Carrefour (-13%).**

**A seguir, vem o setor de construção civil (-7,5%), impactado pelo aperto das condições financeiras. Aponte-se Tecnisa (-22%), Alphaville (-19%) e Gafisa (-17%).**

**Em complemento, o nicho de tecnologia (-6,1%), pelas empresas apresentarem a característica de um fluxo de caixa mais longo, foi afetado pela abertura na curva de juros. Ressalte-se Traders Club (-15%), Multilaser (-10%), Positivo (-10%) e Locaweb (-9%).**

**Figura 8: Índices setoriais – Meta Asset – Ano de 2023**

| <b>Índices Meta Asset</b>         | <b>no ano</b> |
|-----------------------------------|---------------|
| Meta Índice Exploração de Imóveis | 57,7%         |
| Meta Índice Construção            | 43,9%         |
| Meta Índice Logística             | 37,0%         |
| Meta Índice Indústria             | 29,2%         |
| Meta Índice Aéreas                | 24,8%         |
| Meta Índice Açúcar e Alcool       | 24,2%         |
| Meta Índice Materiais Básicos     | 21,8%         |
| Meta Índice Shoppings Centers     | 21,1%         |
| Meta Índice Bancos                | 18,0%         |
| Meta Índice Água e Saneamento     | 17,6%         |
| Meta Índice Locação de Veículos   | 14,5%         |
| Meta Índice Energia Elétrica      | 13,2%         |
| Meta Índice Óleo Gás Petroquímico | 12,5%         |
| Ibovespa                          | 6,2%          |
| IBX                               | 5,5%          |
| Meta Índice Serviços Financeiros  | 3,6%          |
| Meta Índice Tecnologia            | 1,0%          |
| Meta Índice Saúde                 | 0,8%          |
| Meta Índice Agricultura           | -3,2%         |
| Meta Índice Varejo                | -6,4%         |
| Meta Índice Frigoríficos          | -9,3%         |
| Meta Índice Siderurgia            | -15,4%        |
| Meta Índice Mineração             | -17,0%        |
| Meta Índice Supermercados         | -29,5%        |

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

No ano de 2023, ressaltou-se o desempenho positivo dos setores de exploração de imóveis (+57,7%) e construção (+43,9%) e, negativo, para os nichos de mineração (-17,0%) e supermercados (-29,5%).

### **CARTEIRA META VALOR**

O Meta Valor FIA atingiu desempenho de -3,69% versus +0,84% do IBX em setembro/23. No ano, a performance acumulada do fundo chega a -10,65%, enquanto a do IBX alcança +5,50%.

Setembro foi um mês difícil e de alta volatilidade para o mercado acionário, decorrente da alta na curva de juros no Brasil e no exterior. No entanto, o Ibovespa acabou encerrando no campo positivo em função do desempenho das ações da Petrobras e da Vale, puxadas pelos preços das suas respectivas commodities.

No segmento de mineração e siderurgia, o cenário está mais favorável para as mineradoras, uma vez que a China mantém um bom nível de produção de aço e exporta o excedente. Desta forma, a demanda por minério de ferro segue aquecida, enquanto a importação brasileira de aço vindo da China cresce de forma bastante contundente e pressiona os

preços internos. O que podemos esperar para os resultados do terceiro trimestre são números positivos para as mineradoras e fracos para as siderúrgicas, cenário que não deverá mudar no quarto trimestre. O setor de aço reivindica que o Governo Federal eleve as tarifas de importação (para 25%), seguindo o que vários outros países fizeram. Porém, por enquanto, ainda não existe nenhuma sinalização de que isso vá ocorrer.

O petróleo também apresentou performance de destaque no mês, decorrente dos cortes de produção da OPEP e da proibição temporária de exportação de combustíveis por parte da Rússia. Esse cenário beneficiou as ações da Petrobras, que apresentou desempenho superior aos seus pares privados.

As empresas mais sensíveis a juros tiveram em geral um mês bastante negativo, como foi o caso dos setores de varejo, saúde e construção. No setor de varejo, teremos um terceiro trimestre ainda desafiador, motivado pelos juros ainda altos e elevado nível de endividamento das famílias. Aliado a isso, a isenção de imposto de importação para produtos até US\$ 50 torna a competição bastante desigual e pressiona ainda mais as margens das empresas que competem diretamente com esses produtos. Neste caso, o Governo parece sensível ao problema, e alguma solução pode ser dada nos próximos meses.

## **CARTEIRA META SMALL CAPS**

**O Meta 11 SMALL CAPS FIA atingiu desempenho de -9,04% versus -2,84% do benchmark SMLL em setembro/23. No ano, a performance acumulada chega a +24,41%, enquanto a do SMLL alcança +5,06%.**

## **CASO DE INVESTIMENTO DO MÊS: OCEANPACT**

### **Histórico da companhia**

A OceanPact foi criada em 2007 e iniciou as suas operações como uma consultoria ambiental para o setor de óleo e gás. Ao longo dos anos, a empresa diversificou as suas atividades para o que viria a se tornar seu principal negócio: uma ampla gama de serviços marítimos para campos de petróleo offshore, através de sua frota de embarcações e tripulação especializada. Entre eles, o auxílio na operação, licenciamento, construção, logística, inspeção, reparo, manutenção e descomissionamento de plataformas (remoção no fim da vida útil).

Em geral, cada plataforma de petróleo necessita do apoio de três tipos de embarcações semelhantes às que a OceanPact possui em seu portfólio. A empresa atua em toda a cadeia de Exploração e Produção (E&P) de Óleo e Gás (O&G) – desde a fase de sísmica e caracterização do reservatório (durante a Exploração), passando pela construção, manutenção e operação de poços (Produção), e finalmente na remoção da infraestrutura. Todo esse período equivale a, em média, 30 anos de serviço. A empresa possui, atualmente, 25 embarcações operacionais.

Resiliente a crises em seus mais de 15 anos de história, a empresa possui foco no território brasileiro, onde possui fortes vantagens competitivas – que serão abordadas adiante –, mas também participou na resposta a grandes incidentes ambientais em toda a América Latina. Sua atuação se estende para além do setor de O&G, como nos desastres de Mariana e de Brumadinho.

Em relação ao futuro, a companhia recentemente passou por uma reflexão estratégica, o que culminou em trocas em sua diretoria, as quais entendemos como mudanças estruturais, uma vez que demonstraram alterar o foco para mais valor em detrimento de mais crescimento, almejando otimizar a sua estrutura de capital.

### **Modelo de negócios**

O segmento de Embarcações é remunerado através de tarifas diárias de disponibilidade do serviço, em contratos reajustados anualmente por dólar ou inflação, cujo prazo é de três ou quatro anos, na maioria das vezes. Cada diária varia conforme a complexidade dos serviços prestados pelos barcos. Podemos destacar, como exemplo, as embarcações do tipo RSVs da companhia: ROV Support Vessels, são barcos que servem de apoio aos ROVs, submarinos controlados remotamente que fazem intervenções na infraestrutura do campo da petroleira. Nesse segmento, a companhia possui 35% de market-share.

A perspectiva de alta nas tarifas diárias (com grande captura de preços pela empresa), a ser detalhada no texto, é hoje o principal driver de valor para o case de OceanPact. Atualmente, em função de contratos firmados em condições menos favoráveis no passado, as diárias da companhia estão defasadas em relação às prevalentes no mercado – o que, também, culmina em margens atuais que entendemos estarem abaixo das potenciais para o setor. Nesse sentido, contudo, entendemos que as tarifas estão em ponto de inflexão, e esperamos uma forte agenda de recontrações a preços de mercado nos próximos anos, o que deve impulsionar os resultados da companhia.

Em conjunto às diárias, a taxa de ocupação é um fator importante para as empresas do setor. Entendemos que a atual taxa de ocupação da frota da

companhia possui espaço para expansão gradual a partir do aquecimento do mercado e de uma menor incidência de fatores não-recorrentes.

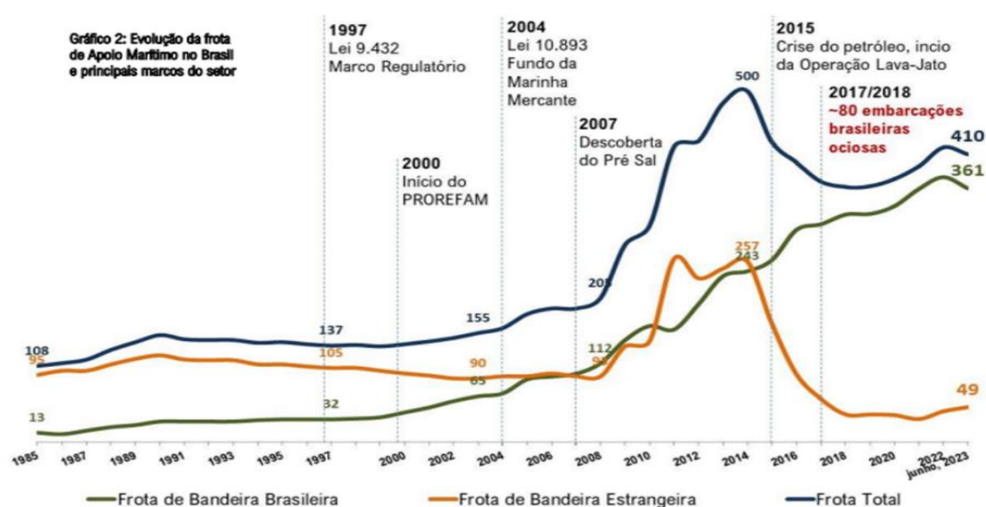
Entre os custos mais relevantes da companhia está a despesa de combustível das embarcações, a qual consegue integral repasse contratual, o que tende mitigar o risco da sua operação. Sua tripulação especializada, parte fundamental para a operação e de forte sindicato, pode pressionar as suas margens no médio a longo prazo. Contudo, ao projetar cenários de estresse, mitigamos esse risco ao consideramos, desde agora, um crescimento real para essa linha.

## Histórico setorial

O setor de OSVs (Oil Support Vessel, barcos de apoio) sofreu uma grande crise na última década em função do ciclo da commodity e da crise política brasileira, que teve a Petrobras como uma das suas protagonistas. Diante deste cenário, houve uma fuga em massa de barcos estrangeiros do Brasil, compensados por um aumento relativo de embarcações domésticas.

Com a crise do petróleo em 2015, muitas campanhas de exploração ou produção de petróleo foram postergadas, o que gerou um excesso de oferta de barcos, causando uma queda abrupta das tarifas, com posterior sucateamento de embarcações excedentes. Nos anos de 2017 e 2018, oitenta embarcações brasileiras ficaram ociosas, o que representa 20% do total da frota atuando no Brasil. Neste contexto, a OceanPact aproveitou o cenário para realizar diversos M&As e JVs, construindo sua frota a preços competitivos.

**Figura 9 – Derrocada do setor: saída de barcos estrangeiros ao longo da última década**



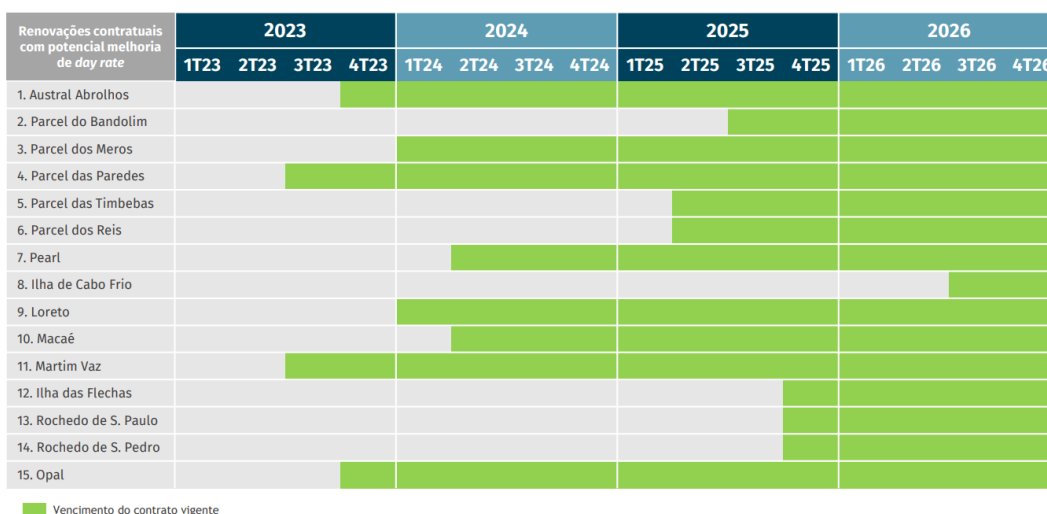
Após esse último período de crise, a companhia apresentou, de 2018 a 2022, um crescimento médio anual de 44% a.a. em sua Receita Líquida e 41% a.a. em seu EBITDA, sempre com variação anual positiva. Esse bom desempenho se deu mesmo diante do cenário pandêmico onde a cotação da commodity chegou a negociar abaixo de zero dólares por barril, mostrando que sua atividade pode ser mais resiliente do que a ciclicidade do setor de óleo e gás.

### Perspectivas setoriais

Acreditamos que há espaço para mais crescimento. Nos próximos anos, o aquecimento da indústria de E&P no Brasil tende a continuar gerando uma demanda por barcos de apoio marítimo cada vez maior. Através de documentos de planejamento estratégico das principais companhias *majors* e *juniors* do segmento de *upstream* atuando no Brasil, podemos analisar que estão previstas as entradas de ao menos 20 novas unidades de produção de petróleo até 2027. Em nossas contas, isso representa um incremento de aproximadamente 16% na demanda ao longo do período, diante de uma oferta de barcos estável – não há viabilidade econômica para construção de novas embarcações diante das tarifas atuais. A dinâmica do equilíbrio setorial que se desenha sinaliza uma pressão positivas nas tarifas vigentes.

Na tabela a seguir, é possível observar a listagem de navios da OceanPact, bem como o cronograma de vencimento dos contratos de cada embarcação. Nota-se que serão diversas as renovações contratuais que a companhia irá fazer nos próximos três anos.

**Figura 10 – Cronograma de reajustes contratuais, por embarcação**



Fonte: RI da Empresa

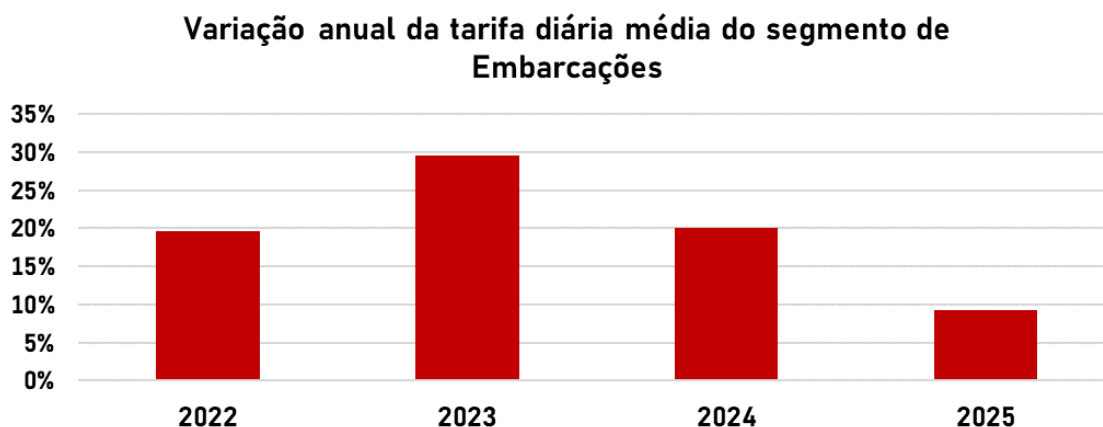
Após esse período, onde a diretoria da empresa espera otimizar sua estrutura de capital e tornar sua operação mais eficiente, a companhia pode voltar a vislumbrar crescimento em número de embarcações, dada a contínua perspectiva de produção nas reservas brasileiras, uma opcionalidade do investimento pela qual o mercado não parece estar embutindo nas suas contas.

### **Vantagem competitiva e barreiras de entrada: legislação de proteção a barcos de bandeira brasileira**

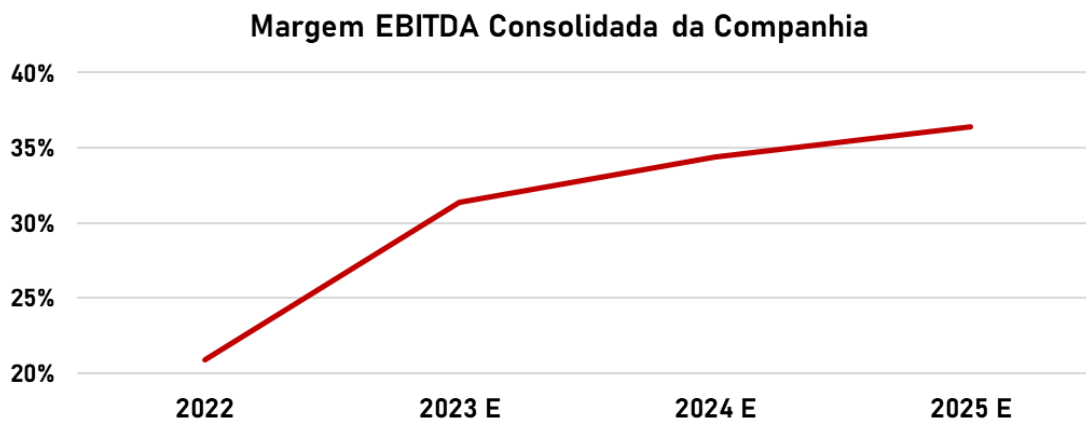
Está em vigor, desde 1997, a legislação que determina que barcos de bandeira brasileira possuem determinada proteção, assim auferindo vantagem competitiva versus barcos estrangeiros, por força de lei, culminando em barreiras de entrada no segmento. Esta prática também se encontra presente em outros países, por questões de soberania nacional. A legislação dá preferência a barcos brasileiros operarem a uma mesma tarifa, caso estejam disponíveis. A cada aniversário de contrato de um barco estrangeiro com alguma empresa de petróleo, necessariamente haverá uma análise do mercado para avaliar se existe algum barco doméstico disponível. Em caso positivo, esse barco suprirá a demanda, pelo mesmo preço, em substituição ao estrangeiro.

### **Figura 11 e 12 – Crescimento de tarifas se reflete em ganho de margem e crescimento robusto de resultados nos próximos anos**

Com base na perspectiva de melhor precificação citada ao longo do texto acima, esperamos que a companhia entregue um CAGR de EBITDA de 37% a.a. até 2025, também passando por elevada diluição de custos fixos, convergindo para a margem possível do segmento.



Fonte: RI da Empresa



Fonte: RI da Empresa

Em nosso cenário base, que não inclui qualquer opcionalidade que eventualmente a companhia possa ter, encontramos uma TIR de 16% real, patamar que consideramos como atrativa, sobretudo quando aliada ao momento positivo de lucros da companhia.

| Fundos de Ações                        | Data       | Valor da Cota | Mês    | No Ano  | Últimos 12M | PL Atual (mil) | PL Médio 12M (mil) | Estratégia             | Data de Início |
|----------------------------------------|------------|---------------|--------|---------|-------------|----------------|--------------------|------------------------|----------------|
| <b>META VALOR FIA</b>                  | 29/09/2023 | 2,58899202    | -3,69% | -10,65% | -12,20%     | 177.645        | 219.070            | Ações IBrX Ativo       | 11/04/2006     |
| IBX-100                                |            |               | 0,84%  | 5,50%   | 7,35%       |                |                    |                        |                |
| IBOVESPA                               |            |               | 0,71%  | 6,22%   | 8,27%       |                |                    |                        |                |
| <b>META 11 SMALL CAP FIA</b>           | 29/09/2023 | 0,97532058    | -9,04% | 24,41%  | 11,09%      | 12.848         | 3.962              | Ações Small Caps Ativo | 11/04/2022     |
| Small                                  |            |               | -2,84% | 5,06%   | -0,81%      |                |                    |                        |                |
| <b>Total Estratégia Renda Variável</b> |            |               |        |         |             | 190.493        | 223.032            |                        |                |
| <b>Total AUM</b>                       |            |               |        |         |             | 191.696        | 224.127            |                        |                |

| Indicadores | Data       | Mês    | No Ano | Últimos 12M |
|-------------|------------|--------|--------|-------------|
| CDI         | 29/09/2023 | 0,00%  | 9,92%  | 13,50%      |
| IPCA        | 29/09/2023 | 0,23%  | 3,23%  | 4,61%       |
| IBrX - 100  | 29/09/2023 | 0,84%  | 5,50%  | 7,35%       |
| SMLL        | 29/09/2023 | -2,84% | 5,06%  | -0,81%      |

**DATA DE ENVIO**

02/10/2023

**DATA DE REFERÊNCIA**

29/09/2023

As rentabilidades informadas estão líquidas de taxas de administração e performance.

**META VALOR****Taxa de Administração:** 2,50% a.a.**Taxa de Performance:** 20% sobre o ganho que exceder a variação do IBX-100 FECHAMENTO (conceito marca d'água).**Resgate:** D+1, D+2.**(\*) A coluna 12 meses se refere a rentabilidade da cota data base (d-1) dividido pela cota do dia útil equivalente de 12 meses atrás.****(\*\*) A tabela dos últimos 365 dias se refere a rentabilidade da cota data base (d-1) dividido pela cota de 365 dias atrás (d-365)****META 11 SMALL CAP FIA****Taxa de Administração:** 2,50% a.a.**Taxa de Performance:** 20% sobre o ganho que exceder a variação do ÍNDICE SMLL FECHAMENTO (conceito marca d'água).**Resgate:** D+1, D+2.

Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de crédito - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise em um período de, no mínimo, 12 (doze) meses. Leia o prospecto, o formulário de informações complementares, Lâminas e Regulamento antes de investir. A rentabilidade