

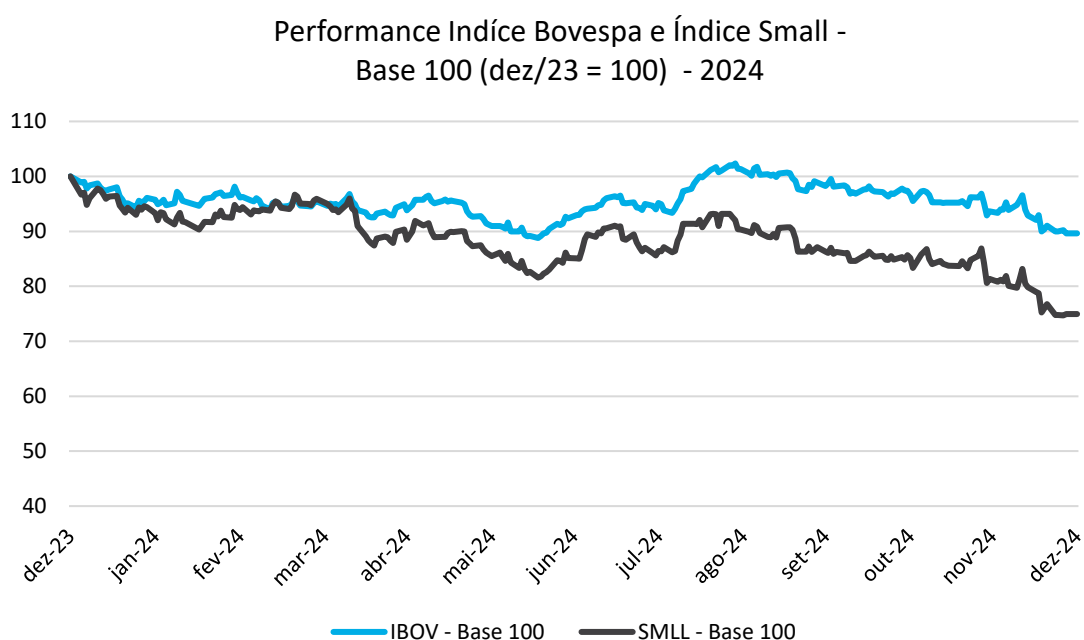
Iniciamos nossa carta semestral trazendo uma breve discussão sobre o ambiente macroeconômico nos últimos meses e como atuamos na gestão do portfólio durante esse período. Em seguida, abordaremos nosso investimento em Oceanpact e, por fim, comentaremos a nossa atribuição de performance no primeiro semestre de 2025.

Ambiente Macroeconômico e Alocação do Portfólio

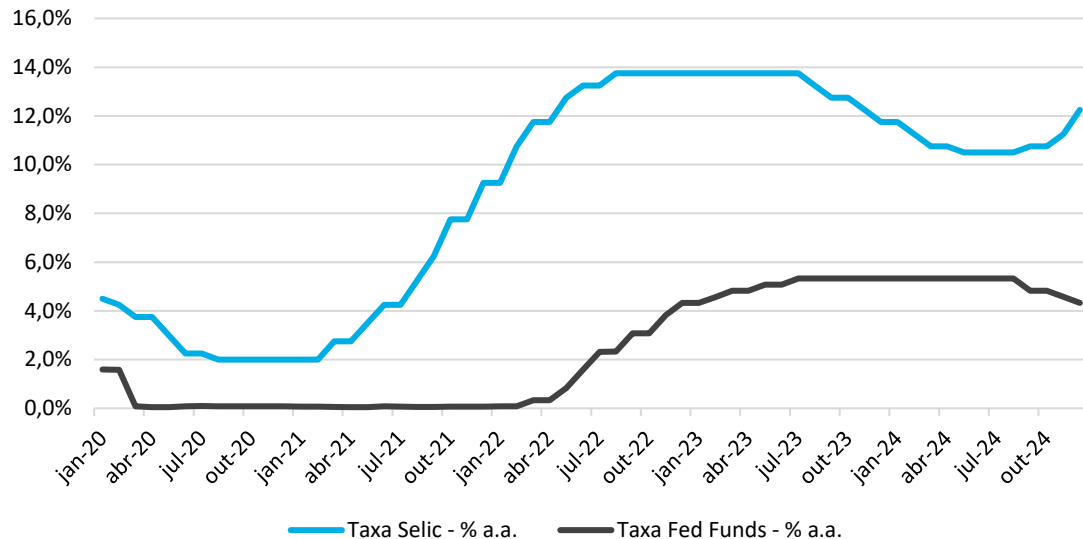
Desde o final de 2024, a bolsa brasileira vive um período de volatilidade mais acentuada, dinâmica influenciada por diversos acontecimentos macroeconômicos e geopolíticos. Ao analisar esse período com um pouco mais de atenção, é possível extrair alguns *insights* importantes que, de uma forma ou outra, já foram discutidos em nossas comunicações anteriores e merecem ser lembrados.

2024 foi um ano desafiador para os ativos de risco no Brasil, sensíveis ao aperto monetário conduzido pelo Banco Central e à forte piora de expectativas em torno da sustentabilidade das contas públicas nacionais. No segundo semestre do ano, com o anúncio de uma medida de ampliação da faixa de isenção do IRPF (Imposto de Renda Pessoa Física), o mercado começou a precificar a aversão do governo federal em realizar ajustes de despesas para controle do déficit primário e o consequente cenário de deterioração fiscal. A visão predominante era de que o governo injetava recursos em excesso na economia enquanto a inflação e atividade econômica se mantinham aquecidas demais, levando a uma situação insustentável no longo prazo.

O cenário doméstico complexo acabaria sendo potencializado por um ambiente externo também negativo, marcado por uma manutenção de taxas de juros mais altas nos EUA e pela incerteza sobre a condução da política econômica norte-americana no novo governo Trump. Nesse contexto, tanto o Índice Bovespa quanto o Índice Small Cap registraram uma performance negativa ao longo da segunda metade de 2024:



Taxa Básica de Juros - Brasil e EUA - % a.a.



Fonte: Banco Central do Brasil e Federal Reserve

O senso comum apontava para uma continuidade do momento desafiador para a bolsa brasileira em 2025. Estruturalmente, a questão fiscal brasileira se mostrava de difícil resolução, uma vez que o poder Executivo dava indicações de que buscava ajustar o déficit fiscal através de aumentos de tributos, alternativa que enfrentaria resistência considerável no Congresso. O alto patamar da taxa Selic também ameaçava desacelerar substancialmente a atividade econômica ao longo do ano, impondo dificuldades adicionais a uma situação já delicada. Adicionalmente, a política de tarifas comerciais por parte do novo governo dos EUA também aparecia como um obstáculo considerável à economia brasileira, dependente de fluxos comerciais internacionais que poderiam ser abalados profundamente.

Nesse ambiente de maior estresse político e econômico, a diversificação do portfólio, assunto discutido em nossa última carta¹, tornou-se crucial. Nossos investimentos em empresas com uma receita dolarizada ajudaram a mitigar parcialmente as perdas de companhias mais expostas à atividade doméstica e mais alavancadas financeiramente. Ilustrando essa dinâmica, podemos citar a performance resiliente de empresas produtoras de commodities, como Gerdau e Suzano, em comparação com quedas acentuadas das ações de empresas mais dependentes da economia doméstica, como Ânima Educação e CVC.

O cenário mais desafiador de mercado também trouxe reflexões importantes a serem feitas. Cientes da tendência de os agentes de mercado extrapolar o momento atual para projetarem o longo prazo, entendemos que a diferença entre o preço em bolsa e o valor intrínseco das empresas investidas pode aumentar substancialmente em momentos de volatilidade. Dessa forma, torna-se indispensável reavaliar o portfólio, auferindo novamente a margem de segurança existente em cada

¹ <https://www.organoncapital.com.br/files/letter/106/106.pdf>

tese e realizando exercícios de otimização da alocação em cada investimento. Em outras palavras, é preciso verificar se o novo contexto econômico e de preços no mercado não abre espaço para a execução de mudanças no portfólio capazes de incrementar o retorno de longo prazo da carteira.

Ao longo desse processo de reavaliação do portfólio, focamos em entender como cada companhia é afetada por mudanças de perspectivas nos principais indicadores de inflação e atividade econômica e em avaliar, principalmente, se algum dos fundamentos microeconômicos que balizam as teses sofreram alterações que precisam ser ponderadas na estimativa do valor justo das empresas.

Embora ineficiências costumem surgir em situações mais estressadas de mercado, deve-se reforçar que isso não nos permite concluir que empresas cujas ações registraram forte depreciação sejam automaticamente bons investimentos. Da mesma maneira, empresas que mostraram uma valorização substancial também não se tornam necessariamente investimentos ruins. Dessa forma, uma boa decisão de realocação de portfólio consiste em diferir do consenso a partir de evidências robustas, buscando captar cuidadosamente as nuances de cada tese e minimizar os impactos de erros que venham a ser cometidos.

A partir desse *framework* de análise, identificamos que algumas empresas investidas, mesmo enfrentando ventos macroeconômicos desfavoráveis no curto prazo, continuavam apresentando fundamentos sólidos e gatilhos claros de melhoria operacional no médio prazo. Nesses casos, a queda das ações durante o segundo semestre de 2024, em nossa visão, gerava oportunidades de investimentos incrementais atrativos dado que a margem de segurança das teses se mantinha bastante saudável.

Portanto, a fim de otimizar a relação de risco e retorno do portfólio, implementamos a redução gradual de posições que performaram bem no segundo semestre de 2024 e possuíam uma margem de segurança menor. Com os recursos levantados, aumentamos o investimento em empresas que mostravam uma melhor expectativa de retorno ajustado ao risco. É importante reforçar que as mudanças executadas nunca são guiadas por uma tentativa de antecipar um movimento de mercado (*market timing*), algo que acreditamos estar fora de nosso círculo de competência, mas sim por uma disciplina no acompanhamento das empresas e pelo foco na otimização do retorno da carteira em um horizonte de longo prazo.

Esse movimento de ajuste do portfólio acabaria trazendo bons resultados mais rápido do que inicialmente imaginado. Contrariando as expectativas iniciais, o primeiro semestre de 2025 se mostrou positivo para o mercado acionário brasileiro, influenciado por uma performance forte das empresas mais expostas à economia nacional. Esse movimento de apreciação da bolsa brasileira aconteceu apesar de as condições fiscais domésticas pouco terem se alterado no período. O governo brasileiro continuou enfrentando dificuldades em termos de adequação do orçamento público para viabilizar o cumprimento das metas fiscais, situação refletida pela dificuldade de tramitação no Congresso das principais medidas de ajuste propostas pelo Poder Executivo.

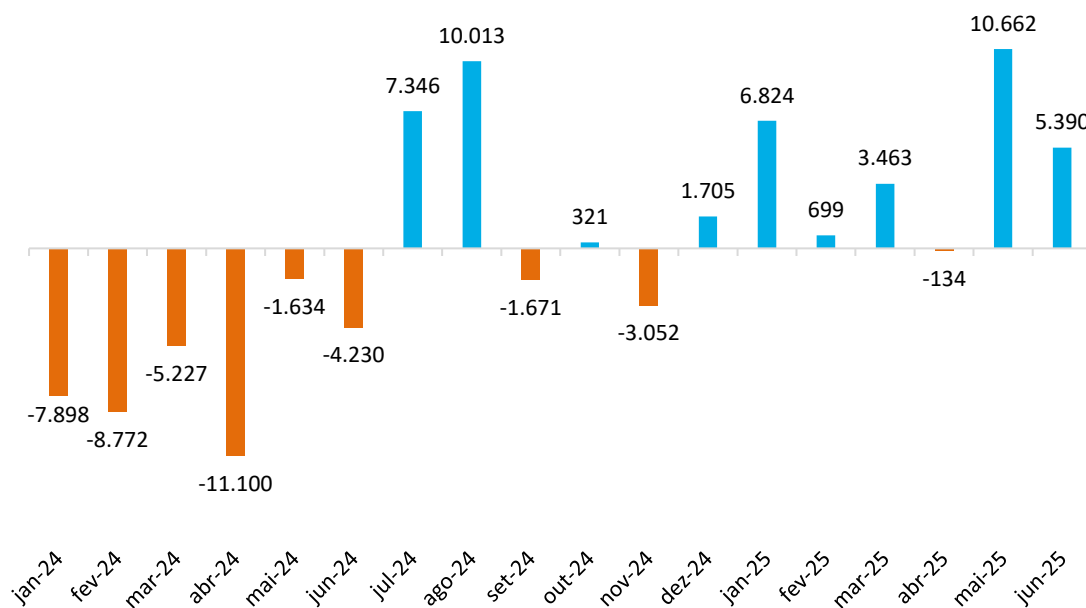
A principal surpresa, no entanto, veio do ambiente externo. Com a posse de Donald Trump como presidente dos EUA, o país anunciou uma série de políticas tarifárias agressivas voltadas a reduzir o

déficit comercial, estimular a indústria nacional e a combater supostos desequilíbrios e injustiças existentes nas transações comerciais envolvendo o país. Essas medidas levaram ao surgimento de preocupações importantes sobre um potencial arrefecimento da economia norte-americana no curto prazo dada as dificuldades envolvidas em uma ampla reestruturação das cadeias de fornecimento dos diversos setores produtivos. As novas políticas comerciais também voltaram a suscitar debates complexos sobre a manutenção do papel do dólar como a moeda de reserva global, especialmente em um ambiente de acirramento das tensões geopolíticas entre os EUA e a China.

Com essa turbulência econômica, a questão da sustentabilidade fiscal norte-americana em um ambiente de gastos crescentes também começou a ganhar mais relevância entre os agentes de mercado, contribuindo para um movimento de aumento na percepção do risco-país. Esse contexto de dificuldades envolvendo a maior economia do planeta levou os investidores a reavaliarem seus portfólios de investimento. As perspectivas iniciais otimistas com a eleição de um presidente pró-mercado se tornaram nubladas e uma dinâmica começou a ganhar força: a retomada da importância da diversificação global na alocação de recursos financeiros.

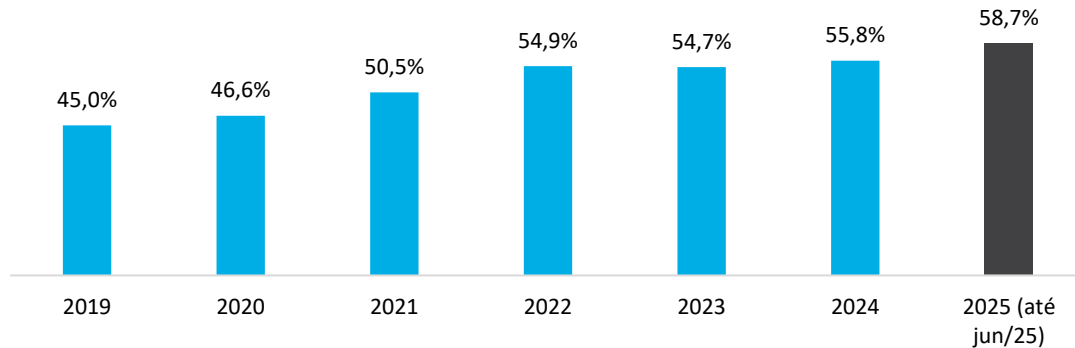
Visando reduzir a exposição aos EUA e buscando um maior equilíbrio em termos de diversificação geográfica, os investidores globais começaram a transferir uma parte maior de seus investimentos para fora dos EUA, o que beneficiou os ativos de riscos em países como o Brasil. Essa situação pode ser parcialmente ilustrada pela movimentação dos investidores estrangeiros na B3 no primeiro semestre de 2025:

Movimentação B3 - Estrangeiros - R\$ Milhões



Fonte: B3

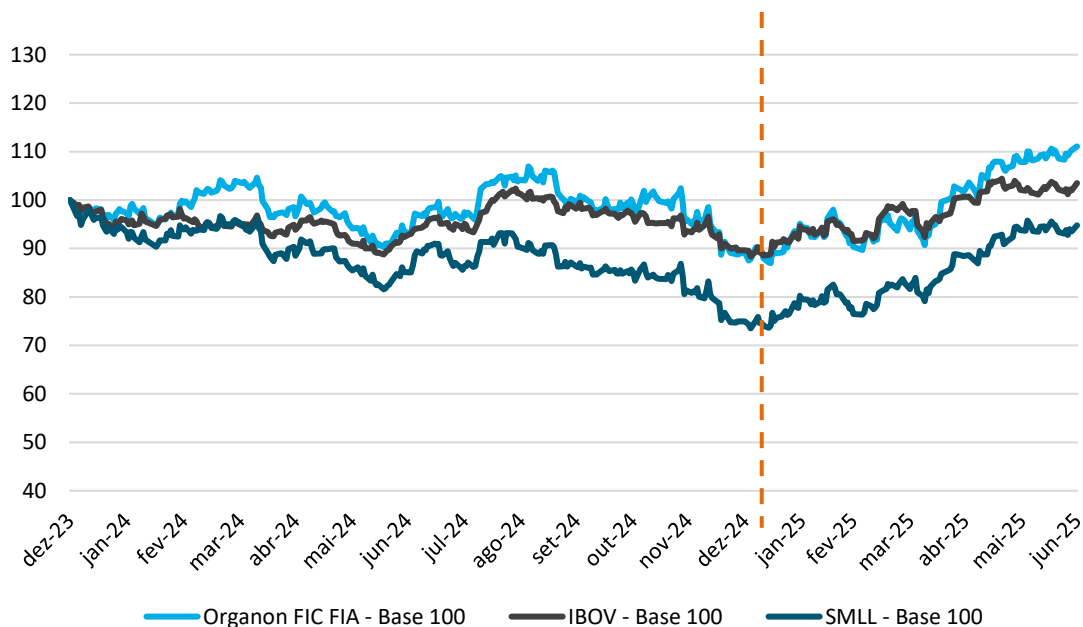
Estrangeiros como % do Volume Total Movimentado na B3 - %



Fonte: B3

A retomada do fluxo estrangeiro na bolsa brasileira também contribuiu para uma forte apreciação dos índices de mercado, ajudando na recuperação das perdas registradas ao longo do ano anterior. Em conjunto com uma evolução positiva da dinâmica microeconômica de teses de investimento importantes do portfólio, o fundo também se beneficiou do movimento global de realocação de recursos:

Performance Organon FIC FIA, Índice Bovespa e Índice Small Cap - Base 100 (dez/23 = 100) - 2024-2025



Acreditamos que a situação narrada acima ilustra bem as dificuldades de investir tentando antecipar grandes movimentos de mercado no curto prazo. Em um período de apenas 12 meses, saímos de uma piora acentuada das expectativas dos investidores para uma recuperação importante cujos gatilhos estavam fora do radar do mercado há poucos meses. Dada a nossa filosofia de investimento,

entendemos que o foco de nossos esforços deve ser sempre entender profundamente os fundamentos de cada uma das companhias investidas. Dessa maneira, ganhamos agilidade para reavaliar as teses independentemente do cenário macroeconômico e conseguimos criar a convicção necessária nos gatilhos microeconômicos de cada investimento. Com esse extenso conhecimento acumulado e uma maior confiança na capacidade de execução das empresas, possuímos um arcabouço sólido para realizar os ajustes necessários no tamanho de cada posição, atuando de forma contundente conforme a margem de segurança e a relação entre risco e retorno de um investimento se altere.

Também cabe notar que, embora nosso último movimento de ajuste de portfólio tenha gerado frutos de forma relativamente rápida, o aumento de discrepâncias consideráveis entre o preço das companhias e seu valor intrínseco pode persistir por períodos longos, reforçando a importância da paciência como uma das qualidades necessárias para o investidor de longo prazo.

Por fim, é importante ressaltar que a gestão da carteira é um processo contínuo. De forma similar a um momento de queda, aproveitamos momentos de alta do mercado para realizar os ajustes que acreditamos ser benéficos para o fundo. Nesses momentos mais favoráveis, a disciplina na avaliação do portfólio é essencial para verificar se existem oportunidades de desinvestimento ou redução de alocação em teses maduras, ou seja, investimentos que estão sendo negociados mais próximos de seu valor justo.

Case de Investimentos Oceanpact

Abordaremos, nessa seção, nosso investimento em Oceanpact, uma das principais posições do fundo e companhia em que figuramos entre os principais acionistas, com pouco mais de 5% de participação. O investimento foi iniciado em 2021, poucos meses após a realização de seu IPO.

À época, a companhia de embarcações de apoio *offshore* enfrentava baixa taxa de ocupação de sua frota, reflexo das recentes aquisições de embarcações e dos respectivos períodos de mobilização e adaptação dos ativos – processos que demandaram tempo e investimentos relevantes. As disrupções nas cadeias produtivas durante a pandemia do Covid-19 agravaram esse cenário, contribuindo para atrasos nas obras de melhoria e aumentando o prazo de entrega de equipamentos essenciais. Além disso, um reajuste salarial negociado com o sindicato dos marítimos surpreendeu negativamente os investidores, ao pressionar significativamente a estrutura de custos e abalar a percepção de confiança na gestão da companhia.

Entendíamos que estávamos diante de uma indústria cíclica e, por isso, buscamos entender melhor o ambiente em que a companhia operava. Com o tempo, fomos criando maior convicção do momento de ciclo em que nos encontrávamos. A indústria de OSV (*Offshore Support Vessels*) também apresenta peculiaridades – especialmente no Brasil –, com alta dependência da Petrobras, um cliente cujos níveis de exigência e requisitos técnicos são, por vezes, excessivamente rigorosos.

Foram diversas interações com o *management, stakeholders*, além de participações nas conferências da Pareto Energy Conference em Oslo (Noruega) - uma das mais relevantes do setor de O&G - onde

tivemos a oportunidade de conversar com os principais armadores globais. A partir dessas interações, ficou evidente que a companhia estava inserida num mercado subofertado, com barreiras razoavelmente fortes à entrada de competidores estrangeiros, baixo apetite global por atividade de construção, elevado nível de sucateamento da frota existente e uma demanda bastante pujante, em especial no Brasil.

Ao longo dessa carta, buscaremos abordar os fundamentos por trás de tais premissas que motivaram nosso investimento em Oceanpact.

A Oceanpact

Criada em 2007 no Rio de Janeiro, a Oceanpact nasceu como uma empresa de consultoria e resposta a emergências ambientais. A entrada no segmento de operação de embarcações como um armador se deu de forma oportunística, com a maior parte de sua frota adquirida no mercado secundário, em um momento de baixa de ciclo e fragilidade de indústria.

Essa entrada no mercado foi motivada por pedidos de certos clientes que a companhia atendia na vertical de elaboração de planos de contingência em caso de derramamentos de óleo. Inicialmente, para atender esses clientes na nova frente, a Oceanpact adquiriu embarcações mais antigas em transações no mercado secundário. Entretanto, a entrada de um investidor financeiro no quadro acionário em 2013 possibilitou que a companhia construísse duas novas embarcações de combate a derramamento de óleo (*OSRV - Oil Spill Recovery Vessels*), financiadas com recursos do Fundo da Marinha Mercante (FMM).

A Companhia foi expandindo sua área de atuação ao longo do tempo, entrando em levantamento de dados no mar com barcos dedicados à pesquisa (*RV - Research Vessels*) para projetos nas áreas de meio ambiente, geologia, geofísica, geoquímica, oceanografia e geotecnia. Essas operações estão concentradas hoje na unidade de negócios denominada Oceanpact GEO.

A partir de 2020, com emissão de debêntures e, posteriormente, com a capitalização de R\$ 800 milhões de oferta primária no IPO em 2021, a companhia aproveitou a crise no setor de *Oil Services*² para executar um ambicioso plano inorgânico, aumentando não só sua frota, mas também a complexidade técnica de suas embarcações, ingressando em segmentos de maior especificação (*“high spec”*), com embarcações de classes RSV (*ROV Support Vessel*), AHTS (*Anchor Handling Tug Support Vessel*) e OTSV (*Offshore Terminal Support Vessel*).

Entre os principais investimentos, destacam-se a aquisição do Ilha de Santana, da UP Offshore — que trouxe consigo oito embarcações —, do Ilha das Flechas, dos Rochedos São Paulo e São Pedro e do Parcel dos Reis. Além disso, a companhia investiu na compra de ROVs (*Remotely Operated Vehicles*), equipamentos utilizados nas embarcações do tipo RSV.

² *Oil Services*: termo que se refere ao conjunto de serviços de apoio a indústria de petróleo e gás, incluindo exploração, perfuração, manutenção de poços e suporte logístico *offshore*.

Por fim, uma nova frente de atuação da companhia, impulsionada pela crescente demanda no Brasil, são as atividades de descomissionamento — desativando plataformas e estruturas de produção de petróleo *offshore* inativas. Em 2024, a companhia firmou seu primeiro contrato nesse segmento, voltado ao descomissionamento da Boia de Congro³. Estimamos que esse contrato gere uma receita aproximada de R\$ 80 milhões ao longo de 12 meses de execução, e a expectativa é que a empresa siga ampliando sua presença nesse novo escopo de atividades, com contratos ainda mais significativos.

Atualmente, a companhia atua em dois segmentos: o de Embarcações e o de Serviços.

O Segmento de Embarcações se caracteriza pelo afretamento de navios com tripulação e manutenção incluídas, em regime de prontidão contínua (*standby*). Nesse modelo, os custos de combustível são de responsabilidade do contratante, o que faz com que a estrutura de custos da companhia seja predominantemente fixa. Os contratos têm, em geral, duração de 2 a 4 anos.

O Segmento de Serviços inclui atividades classificadas em Subsea & Geociências, Oil Spill Response e Consultoria & Demais Unidades de Negócios. Dentro de Subsea & Geociências, vertical em que o uso de embarcações é necessário, os contratos normalmente não preveem o repasse dos custos de combustível ao contratante. A forma de remuneração também difere daquela praticada no segmento de embarcações, uma vez que o faturamento ocorre conforme a carteira de serviços é executada, o que traz menor previsibilidade, mas permite a captura de valor associada à produtividade e eficiência.

Isto é, se a companhia consegue executar a carteira de serviços de forma mais rápida do que o acordado ou previsto, pode alocar seus ativos em novos projetos e gerar receita adicional.

A Oceanpact conta com uma equipe de mais de 2.200 profissionais, incluindo cerca de 600 oceanógrafos, biólogos, bacharéis em ciências náuticas, engenheiros (navais, ambientais, químicos, industriais, dentre outros), mestres e doutores. Atualmente, sua frota é formada por 25 embarcações⁴ operacionais e outras 5 embarcações em *lay-up*⁵, das quais há a possibilidade de reativação de duas delas.

Classes de embarcações

Antes de prosseguirmos, é importante definir o que são embarcações de apoio *offshore*, bem como apresentar suas principais classes e respectivas utilidades.

³ A Boia de Congro refere-se a uma estrutura submarina utilizada no campo de Congro, da Petrobras. Trata-se de uma monoboia ou boia de sustentação do *riser*, que permite a conexão entre a plataforma *offshore* e os dutos flexíveis que transportam óleo ou gás. Essas boias são ancoradas no fundo do mar e mantêm a estabilidade das linhas de fluxo durante a produção.

⁴ Incluindo os dois barcos de pesquisa (RV ou *Research Vessels*) e o Meros (RSV), que é um navio arrendado

⁵ Uma embarcação em *lay-up* é um navio que foi temporariamente retirado de operação, geralmente devido à falta de demanda ou à inviabilidade econômica de mantê-lo ativo. É uma prática comum na indústria *offshore* durante ciclos de baixa, quando há excesso de oferta ou *day rates* insuficientes para cobrir os custos operacionais

Embarcações de apoio *offshore* são navios especializados que prestam suporte logístico, operacional e técnico a atividades realizadas em alto-mar, principalmente na indústria de óleo e gás. Entre os principais tipos operados pela Oceanpact, destacam-se:

Embarcações – Tipos e Exemplos da Frota Oceanpact



- **PSV (Platform Supply Vessel):** transportam suprimentos (água, combustível, mantimentos, tubos etc.) entre o continente e as plataformas.
- **AHTS (Anchor Handling Tug Supply Vessel):** rebocam plataformas móveis e instalam âncoras. Também podem transportar cargas.
- **RSV (ROV Support Vessel):** suportam operações submarinas com ROVs — robôs submersíveis usados para inspeção, manutenção e intervenções em equipamentos no fundo do mar.

Chamados também de IMR Vessels (*Inspection, Maintenance and Repair*), esses navios costumam operar durante a fase de produção de plataformas.

- OSRV (*Oil Spill Supply Vessel*): equipadas para conter e remover vazamentos de óleo no mar.
- MPSV (*Multipurpose Support Vessel*): embarcações versáteis, que podem realizar diversas funções, como lançamento de cabos submarinos, apoio a mergulhadores, entre outras.

Dividindo por blocos, os PSVs e AHTSs prestam serviços logísticos; os OSRVs e RVs atuam na frente ambiental — os primeiros no combate a derramamento de óleo e os segundos no monitoramento ambiental; já os RSVs e MPSVs são voltados a serviços submarinos, um nicho de maior complexidade no qual a OceanPact assumiu, nos últimos anos, um papel de liderança.



Fonte: Oceanpact

O diagrama acima ilustra as diferentes fases do ciclo de vida de um projeto *offshore*, desde a exploração e desenvolvimento até o descomissionamento, detalhando as soluções marítimas empregadas em cada etapa. Observa-se que as embarcações do tipo RSV têm participação mais concentrada nas fases de suporte à construção, inspeção, manutenção e reparo, além do descomissionamento, sendo menos demandadas nas etapas iniciais de exploração.

Por outro lado, embarcações das classes PSV e AHTS desempenham um papel logístico contínuo ao longo de praticamente todo o ciclo, com destaque para sua importância desde a perfuração dos poços até o período operacional, tendo, portanto, sua demanda mais diretamente impactada pelo *rig count*⁶.

Essa dinâmica evidencia uma menor dependência dos RSVs durante a fase de exploração, resultando, por consequência, em menor volatilidade de demanda desse segmento frente às oscilações do preço do barril de petróleo. Isso ocorre porque as flutuações no preço do petróleo, em geral, não afetam de forma significativa a produção de campos já em operação, uma vez que o *lifting cost*⁷ costuma ser relativamente baixo em relação ao preço de venda do barril, o que torna economicamente desvantajoso interromper a produção mesmo em períodos de queda de preços. Por outro lado, essa estabilidade contrasta com as fases de exploração e desenvolvimento de novos poços, que requerem

⁶ *Rig Count* é o número de sondas de perfuração em operação em determinado período. Esse indicador é amplamente utilizado na indústria de óleo e gás como referência de atividade exploratória.

⁷ *Lifting cost*: custo de extração

investimentos expressivos; nesse caso, a desvalorização do petróleo tende a reduzir a atratividade econômica de novos projetos, impactando negativamente a atividade exploratória e a contratação de serviços associados.

A indústria

A indústria de embarcações de apoio *offshore* é fundamentalmente guiada pela relação entre oferta e demanda – dinâmica que, por sua vez, determina o nível das taxas de afretamento (*day rates*). Em momentos de alta de demanda por serviços *offshore*, especialmente em contextos de aumento nos investimentos em exploração e produção de petróleo, a disponibilidade de embarcações se reduz, pressionando positivamente as diárias praticadas. Por outro lado, períodos de desaquecimento na atividade *offshore* ou excesso de embarcações disponíveis geram sobreoferta, levando à compressão de preços e margens.

O último ciclo de alta, impulsionado por políticas fiscais e monetárias fortemente expansionistas entre 2009 e 2013, além de um petróleo valorizado, resultou em um expressivo aumento dos investimentos *offshore*. Esse movimento elevou significativamente as *day rates* e, em um segundo momento, desencadeou uma onda de encomendas e construção de novos navios. Em 2014, quando o preço do petróleo sofreu uma queda abrupta, ainda se vislumbrava um aumento de 20% na frota global de OSVs por conta de embarcações em construção.

O setor entrou, então, em um ciclo prolongado de sobreoferta, agravado por uma demanda estruturalmente mais fraca, pressionada por políticas ambientais e pela transição energética voltada a fontes renováveis. A elevada ociosidade levou a indústria a uma situação financeira delicada, especialmente a partir de 2016 e 2017, quando praticamente todo o *orderbook*⁸ remanescente de novas embarcações já havia sido entregue. A combinação de margens comprimidas e excesso de endividamento forçou muitos armadores a terem seus ativos alienados por credores.

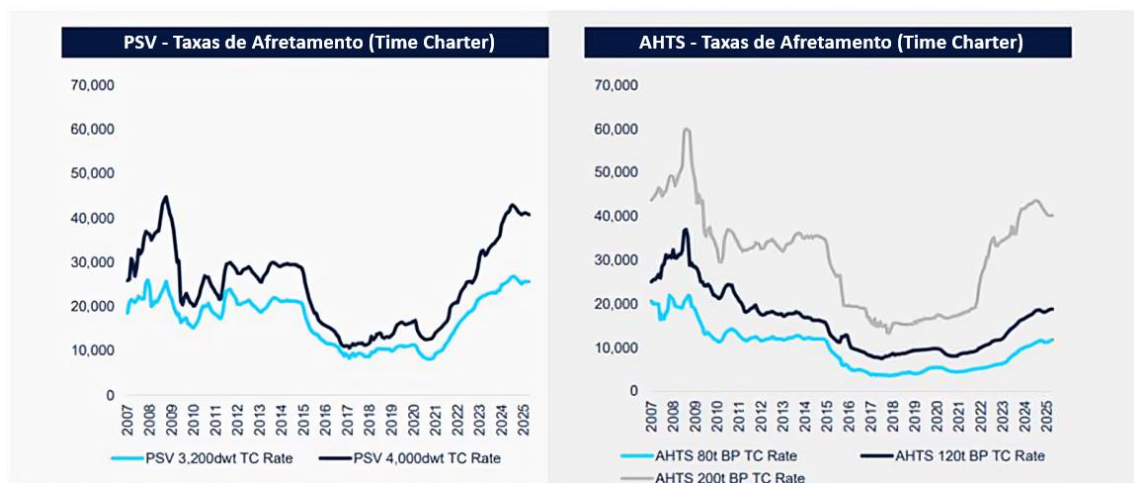
Esse ambiente adverso não apenas desestimulou a construção de novas embarcações, que foi praticamente inexistente nos últimos 8 anos, como também levou a um subinvestimento generalizado na frota existente – com muitas unidades colocadas em *lay-up*, sem a devida manutenção. As alienações fiduciárias foram seguidas por vendas de ativos, abrindo espaço para que os poucos *players* capitalizados consolidassem suas posições ou possibilitando a entrada oportunista de novos competidores.

Anos difíceis se passaram até a retomada do mercado de O&G no pós-Covid. Após instabilidades geopolíticas colocarem em xeque a segurança energética de diversas nações que vinham priorizando investimentos em fontes renováveis e intermitentes de energia, houve um ressurgimento no interesse por combustíveis fósseis. Com a demanda em alta, observou-se um aumento gradual da oferta de

⁸ *Orderbook*: termo utilizado na indústria de OSV para indicar a lista de embarcações que estão atualmente encomendadas e em fase de construção nos estaleiros, mas ainda não foram entregues ao mercado.

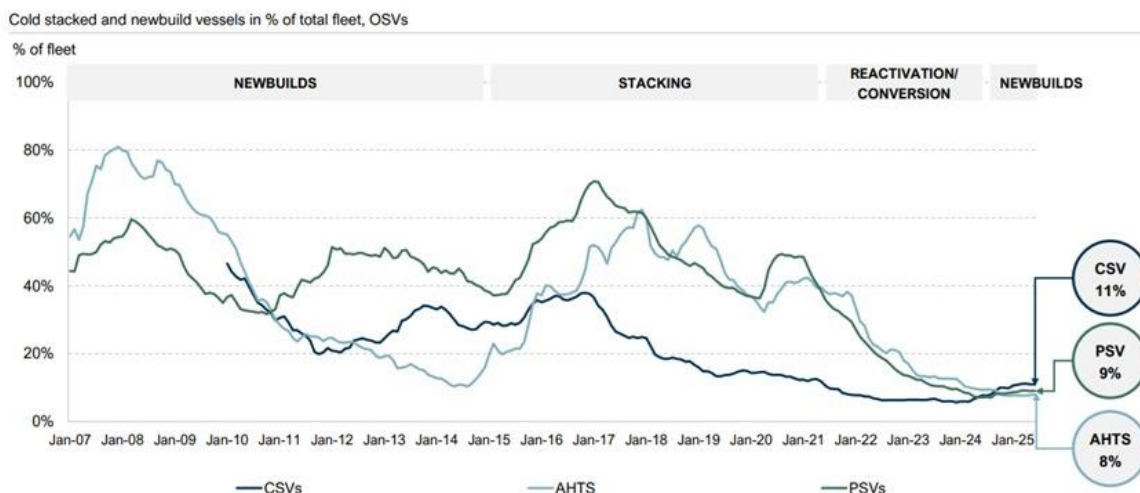
embarcações, impulsionado pela reativação de unidades em *lay-up*, começando pelos *low-hanging fruits* — ou seja, aquelas unidades mais bem conservadas e tecnologicamente atualizadas.

À medida que esses ativos de reativação mais imediata foram sendo absorvidos, a oferta marginal passou a crescer em ritmo mais lento, dado o maior custo e complexidade para reverter o *lay-up* de embarcações mais antigas, que estavam há mais tempo fora de operação e em condições deterioradas. Por outro lado, a demanda seguiu aquecida, sustentada por novos investimentos no setor, o que contribuiu para uma inflexão mais acentuada nas diárias de mercado, com diversas petroleiras buscando garantir capacidade com receio de uma potencial escassez de navios.



Time Charter (TC) = contratos com prazos superiores a 6 meses e diária fixa / Fonte: Tidewater e Clarksons

Capacidade ociosa permanece próxima das mínimas históricas



Fonte: Pareto Securities

Em resposta ao aumento das diárias e à crescente percepção de escassez, novas encomendas de embarcações começaram a surgir em diferentes regiões do mundo, com destaque para o Brasil e a

China. No Brasil, esse movimento ganhou tração, puxado principalmente pela Petrobras, que passou a lançar licitações com foco em embarcações novas, oferecendo contratos de longo prazo como forma de incentivo aos armadores. No entanto, tais embarcações precisam ser produzidas localmente, utilizando a estrutura de estaleiros que sofreram um profundo sucateamento na última década. Embora já existam sinais de reativação da indústria, o ritmo de construção pode se mostrar mais lento do que o desejado pela Petrobras — e possivelmente inferior à velocidade de deterioração da frota atual.

Newbuilds – Construção de Embarcações

O que mudou neste ciclo e por que a oferta ainda demora a aparecer? Nesta seção, exploraremos alguns dos fatores que ajudam a explicar a maior reticência dos armadores em avançar com a construção de novas embarcações.

A demanda por navios de apoio é mais complexa de prever, pois depende, entre outros fatores, do preço do barril de petróleo, que influencia diretamente as decisões sobre novas atividades de exploração *offshore*. Por outro lado, a oferta tende a ser mais previsível. A partir de conversas com diversos armadores, entendemos que a construção de um navio de apoio *offshore* levaria algo próximo de três anos, considerando as fases de projeto e construção.

Nas ocasiões em que estivemos na conferência da Pareto e nas interações com armadores — entre eles Tidewater, DOF, Subsea 7, Eidesvik, Solstad, Seacor e Reach Subsea⁹ — o sentimento geral era de cautela em relação a novas construções, com alguma atividade pontual que se aceleraria, mas ainda em ritmo lento.

Atualmente, o *orderbook* permanece bastante tímido, com menos de 5% da frota global em fase de construção. Esse ritmo contido decorre, principalmente, de quatro fatores:

- (i) escassez de crédito e alto custo de capital;
- (ii) incertezas quanto ao sistema de propulsão a ser utilizado nas embarcações;
- (iii) capacidade reduzida dos estaleiros ao redor do mundo; e
- (iv) elevado custo de construção e baixo incentivo econômico.

Escassez de crédito e alto custo de capital

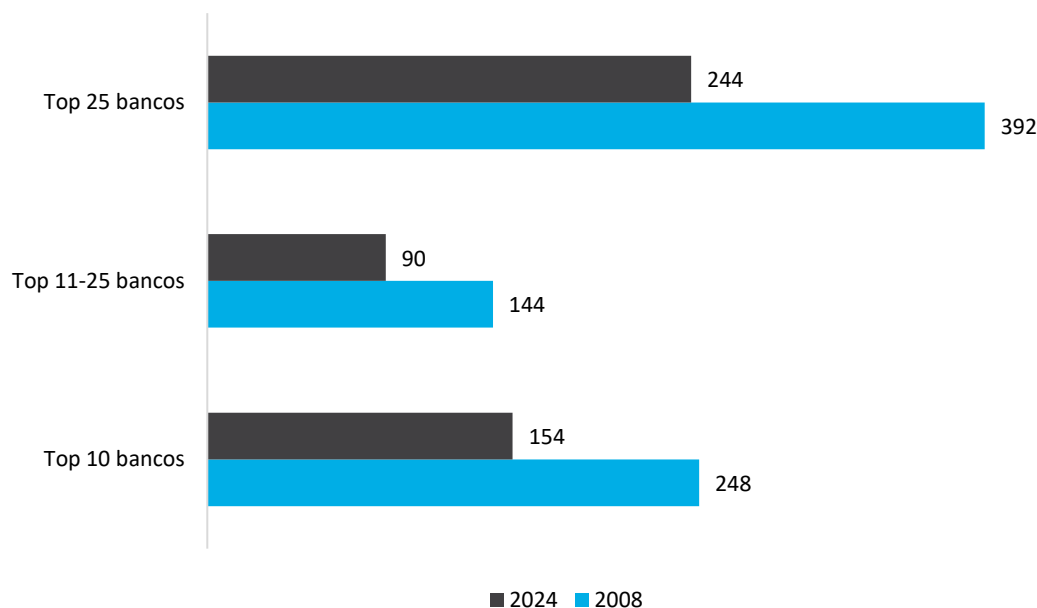
O alto custo de capital surgiu como um dos principais fatores que vêm limitando a oferta de novas embarcações. Como exemplo, a Tidewater, líder do setor com uma frota de cerca de 200 embarcações, emitiu, em 2023, um título de dívida no valor de US\$ 250 milhões, com cupom anual de 10,375% e vencimento em cinco anos. Em junho de 2025, mesmo mantendo uma estrutura de capital bastante saudável — com alavancagem inferior a 1x EBITDA — a companhia anunciou a precificação

⁹ Reach diverge dos demais pelo modelo menos intensivo em capital. Afreta a embarcação a casco nu, e a opera para o cliente, ganhando um *spread*

de uma nova oferta de US\$ 650 milhões em *Senior Notes*, com cupom de 9,125% ao ano e vencimento em 2030.

Somado ao custo elevado, a disposição dos bancos em conceder crédito ao setor também se mostra mais restrita em comparação com o histórico. Um levantamento feito pela consultoria Clarksons mostra que a carteira de empréstimos dedicada à indústria marítima dos 10 principais bancos apresentou uma redução de 37,9% em 2024 em comparação a 2008. Considerando os 25 maiores bancos, essa queda foi de 37,8%.

Carteira de Empréstimos - US\$ bilhões



Fonte: Tidewater, Clarksons Research, Clarksons Platou Structured, Asset Finance, Marine Money, Petrofin, Industry Sources

Incertezas quanto ao sistema de propulsão a ser utilizado nas embarcações

É uma tendência atual que as petroleiras busquem reduzir a emissão de carbono de sua cadeia de produção. Para isso, um dos meios que vêm sendo explorados é a utilização de embarcações com sistemas de propulsão mais sustentáveis, sejam elas diesel-elétricas, movidas a amônia, a gás, a metanol, a hidrogênio ou qualquer outra tecnologia que venha a se consolidar no futuro.

A empresa Eidesvik, por exemplo, firmou uma extensão contratual com a Equinor, tendo como contrapartida a conversão do seu PSV Viking Energy para operar com motor a combustão movido a amônia. Já a Petrobras, em sua última licitação de RSVs, excluía, em alguns lotes, participantes com embarcações diesel-mecânico¹⁰.

¹⁰ Diesel-mecânico: tipo de propulsão em que os motores a diesel estão mecanicamente acoplados aos eixos propulsores da embarcação, diferindo do sistema diesel-elétrico, no qual os motores a diesel geram energia elétrica que alimenta motores elétricos responsáveis pela propulsão.

A aceleração dessa tendência cria um ambiente incerto e menos propício ao investimento na construção de um ativo de longo prazo. Dado o extenso período de *payback*¹¹ e o risco de obsolescência, a construção de uma embarcação nova torna-se menos atrativa aos armadores.

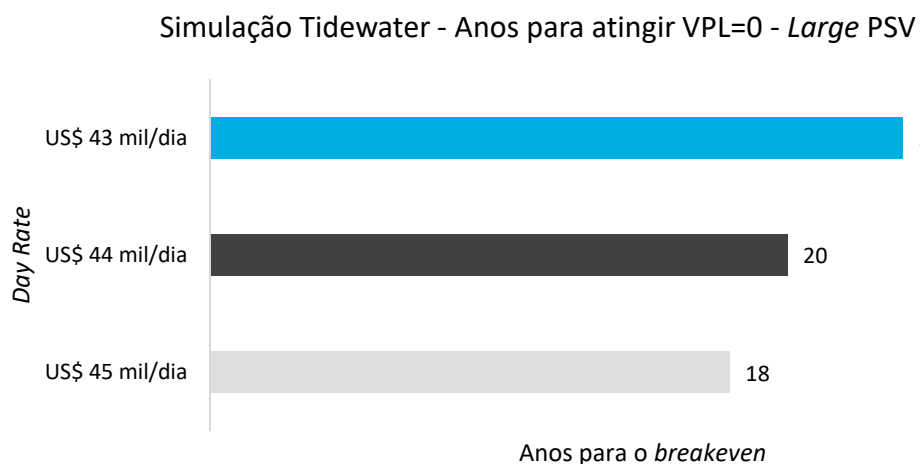
Capacidade reduzida dos estaleiros ao redor do mundo

A perda da capacidade instalada de produção da indústria naval também é outro obstáculo ao processo de renovação da frota de OSV. Ao longo dos últimos anos, muitos estaleiros foram fechados ou passaram a se dedicar exclusivamente a docagens, deixando de construir novos navios. Um levantamento feito pelo time de *Research* da Clarksons mostra que o número de estaleiros ativos – com ao menos uma embarcação acima de 1.000 GT¹² sob encomenda – caiu de 1.000, em 2008, para cerca de 421, em 2025.

Esse sucateamento da indústria naval tende a resultar em prazos de entregas mais longos à medida que a atividade de construção retome. Atualmente, estimamos que o *leadtime* para construção de uma nova embarcação de apoio *offshore*, a partir da decisão do investimento, seja de aproximadamente três anos.

Elevado custo de construção e baixo incentivo econômico

Apesar das diárias estarem em patamares próximos das máximas históricas, o custo de construção em estaleiros de referência europeus subiu de forma significativa. Estimava-se que, em 2014, o custo para construir um PSV de grande porte fosse de aproximadamente US\$ 40 milhões. Atualmente, esse valor estaria mais próximo de US\$ 60 milhões.



Fonte: Tidewater

¹¹ Período de *Payback*: prazo necessário para que o investimento realizado seja recuperado por meio do fluxo de caixa gerado pelo ativo, ou seja, o tempo que leva até que o projeto “se pague”.

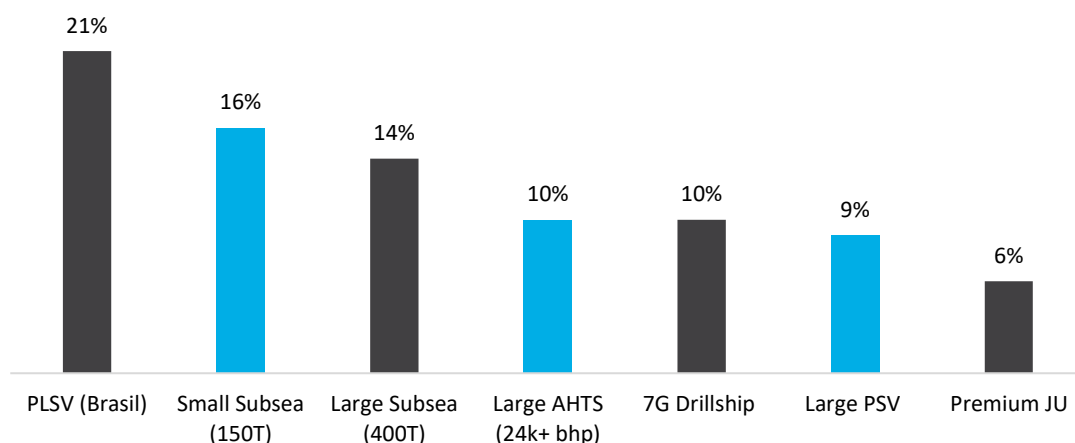
¹² GT: *gross tonnage* ou arqueação bruta. Como exemplo, as embarcações da Oceanpact possuem, em média, uma arqueação bruta de aproximadamente 2.800

Para a Tidewater, por exemplo, um PSV europeu de grande porte (>900 m²) requer um *day rate* de aproximadamente US\$ 44 mil ao longo de uma vida útil de 20 anos apenas para atingir um valor presente líquido igual a zero (*NPV zero*). No exercício, a companhia assume uma taxa de utilização de 90%, um WACC de 13%, além de um investimento de US\$ 65 milhões e um período de construção de 3 anos. Apesar de essa vida útil ser teoricamente factível, na prática, há o risco de o sistema de propulsão se tornar obsoleto e, em comparação, o *leading edge rate*¹³ reportado pela Tidewater para PSVs grandes ficou em US\$ 33,5 mil, na média dos últimos quatro trimestres.

Por outro lado, é verdade que parte das novas encomendas tem sido direcionada por armadores europeus a estaleiros chineses. Foi o caso do armador grego Evangelos Marinakis, recém-entrante no mercado de apoio *offshore*, que teria encomendado oito PSVs na China, a custos estimados entre US\$ 40 e US\$ 45 milhões cada, por meio de sua empresa Capital Offshore. Surge, entretanto, uma incerteza relevante em relação à qualidade construtiva e à durabilidade desses ativos.

Entre as classes de embarcações com maior atratividade para novos investimentos, destacam-se principalmente as embarcações de construção submarina. Um levantamento da Pareto aponta que o maior *cash on cash return*¹⁴, considerando o custo histórico de construção, ocorre nos PLSVs — segmento no qual a Oceanpact não atua e que é dominado por EPCistas¹⁵ como Subsea7, Saipem e Technip. Em seguida, aparecem os Small Subsea, como os RSVs, que apresentam um *cash on cash return* em torno de 16%.

Cash on Cash Return vs Custo Histórico de Construção



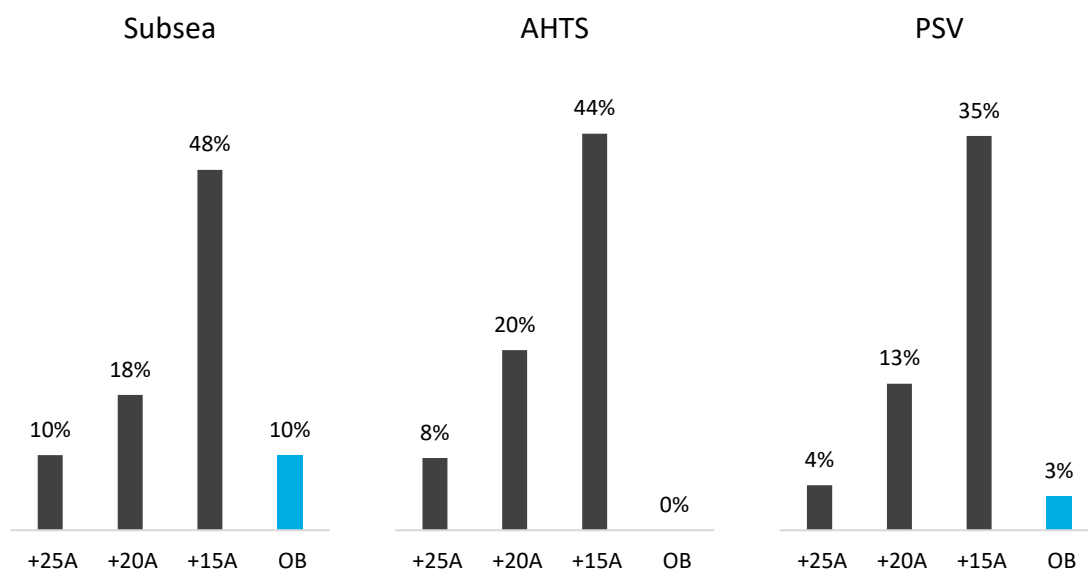
Fonte: Pareto Securities

¹³ *Leading edge rate* é a tarifa diária (*day rate*) praticada nos contratos firmados mais recentemente

¹⁴ Geração de caixa anual / custo histórico de construção

¹⁵ EPCistas são empresas que atuam no modelo EPC (*Engineering, Procurement and Construction*), ou seja, são responsáveis pelo projeto de engenharia, aquisição de materiais e equipamentos e construção de empreendimentos complexos, geralmente sob contrato de preço fixo e prazo determinado.

Abaixo, apresentamos um mapeamento das embarcações encomendadas ao redor do mundo em comparação com a frota global existente. Observa-se que o segmento mais aquecido em novas construções é, de fato, o de embarcações *subsea*, geralmente associadas à fase de produção na indústria de O&G, cuja demanda tende a ser mais constante, mas que também inclui navios de construção de maior porte, utilizados na fase de desenvolvimento de campos. Apesar de aproximadamente 10% da frota estar sob encomenda para entrar em operação nos próximos anos, percebe-se que cerca de 10% da frota de embarcações *subsea* já possui idade superior a 25 anos, possivelmente indicando um maior nível de desativamentos para frente.



OB = Orderbook (embarcações em construção) / Fonte: Pareto Securities

Mercado Brasileiro

O Marco Regulatório instituído pela Lei 9.432, de 1997, teve efeito direto sobre a dinâmica competitiva do mercado brasileiro de apoio *offshore*. Essa legislação favoreceu os armadores nacionais, ao estabelecer que embarcações com bandeira brasileira têm preferência na contratação frente às estrangeiras, desde que atendam aos mesmos requisitos técnicos. Essa regra acaba por restringir a entrada de competidores internacionais e protege a frota local.

Quando há a necessidade de contratar uma embarcação estrangeira, a Petrobras deve seguir um procedimento formal que comprove a ausência de unidades nacionais disponíveis. Esse rito, conhecido no setor como “circularização”, consiste na publicação de uma circular convocando armadores brasileiros a se manifestarem sobre o interesse em atender à demanda. No documento, a Petrobras detalha o tipo de embarcação, as capacidades exigidas (como *deadweight*, *bollard pull*, classe DP etc.), o prazo de afretamento e demais especificações técnicas. Se alguma empresa apresentar proposta e for aprovada nos testes técnicos, tem prioridade para substituir a embarcação estrangeira e assumir o contrato.

O Marco permite que armadores que já possuam tonelagem¹⁶ registrada no Brasil tragam embarcações construídas no exterior por meio do Regime Especial Brasileiro (REB). Nessa condição, essas embarcações passam a ter os mesmos direitos e obrigações de uma unidade originalmente fabricada no país. No entanto, a possibilidade de inscrição no REB é proporcional ao porte da frota nacional que a empresa já detém. Para esse cálculo, se aplica-se uma proporção de 57%. Por exemplo, uma empresa que possua embarcações brasileiras totalizando 10.000 toneladas poderá registrar navios estrangeiros no REB até o limite de 5.700 toneladas adicionais.

Tal proteção ao mercado doméstico é um dos fatores que ajudam a explicar por que o mercado brasileiro apresenta *day rates* estruturalmente superiores aos praticados no mercado global. Além disso, outros elementos que sustentam esse patamar elevado incluem o alto nível de exigência por parte da Petrobras — o que implica em maior investimento —, regras de conteúdo local, como a obrigatoriedade de tripulação brasileira e o chamado “custo Brasil”, exemplificado pela complexidade do regime tributário.

O Brasil tem sido uma região crítica no contexto global, atualmente representando cerca de 20% da demanda mundial por embarcações de apoio *offshore*. Mais intrigante do que isso é o fato de o país ter respondido por cerca de metade da demanda incremental por essas embarcações nos últimos cinco anos. Para frente, não deveríamos ver grandes mudanças de dinâmica, dado o plano de investimentos divulgado pela Petrobras, com a expectativa da chegada de diversos FPSOs¹⁷, além do início de um programa de descomissionamento mais robusto.

A competitividade da Petrobras no *offshore* reforça a resiliência de seu plano de investimentos, sustentada por um *lifting cost* extremamente competitivo, especialmente no pré-sal, que figura entre os mais baixos do mundo. Esse diferencial estrutural contribui para que a companhia preserve a atratividade econômica de seus projetos mesmo em cenários adversos de preço do barril, ao contrário de outras regiões produtoras, cujos custos de extração são significativamente mais elevados.

Nos próximos cinco anos, está prevista a entrada em operação de 19 novos FPSOs no Brasil, em sua maioria contratados pela Petrobras. Considerando que, durante a fase estável de produção, cada FPSO demanda em média 3 a 5 embarcações de apoio *offshore*, projeta-se uma necessidade adicional de aproximadamente 57 a 95 embarcações. Esse incremento representa um aumento potencial de 12,3% a 20,5% em relação à frota atualmente em operação no país.

Além disso, projeta-se um aumento relevante na demanda por embarcações dedicadas a operações submarinas, impulsionada pelo avanço das atividades de descomissionamento. Como exemplo, a companhia já iniciou o processo de retirada da Boia de Congro, marcando seu primeiro passo nesse segmento. A expectativa é que novas oportunidades sejam viabilizadas nos próximos anos,

¹⁶ Capacidade de carga que uma embarcação pode transportar

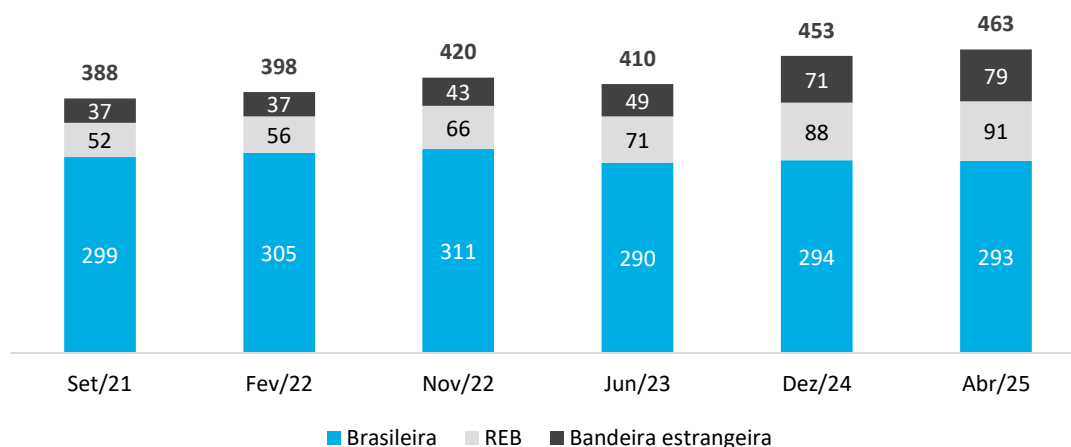
¹⁷ FPSO (*Floating Production, Storage and Offloading*, ou Unidade Flutuante de Produção, Armazenamento e Transferência) é uma embarcação projetada para produzir petróleo e gás diretamente no mar. São muito usados em campos *offshore* localizados longe da costa ou em águas profundas, onde a instalação de plataformas fixas seria inviável ou mais cara

consolidando o descomissionamento como um vetor adicional de crescimento para o mercado de apoio *offshore*.

Para atender a esse crescimento da demanda, entendemos que a capacidade dos armadores locais de absorver embarcações estrangeiras via REB esteja se aproximando de seu limite. Embora, em termos puramente quantitativos, a proporção de embarcações no REB em relação ao total de embarcações brasileiras ainda indique alguma margem de manobra, a realidade operacional é mais complexa. Na prática, muitos armadores brasileiros atuam como facilitadores para que companhias estrangeiras possam operar embarcações de grande porte no país — caso, por exemplo, da Subsea7, que frequentemente utiliza acordos com players nacionais para introduzir parte de sua frota de CSVs (*Construction Support Vessels*) no REB.

Além das conversas com empresas do setor que já apontam uma limitação crescente nessa capacidade de internalização via REB, observa-se, nos últimos levantamentos da Abeam¹⁸, que o número de embarcações registradas no regime deixou de crescer no mesmo ritmo observado anteriormente. Em contrapartida, é possível notar um avanço significativo na participação das unidades operando diretamente sob bandeira estrangeira.

Frota em Operação no Brasil



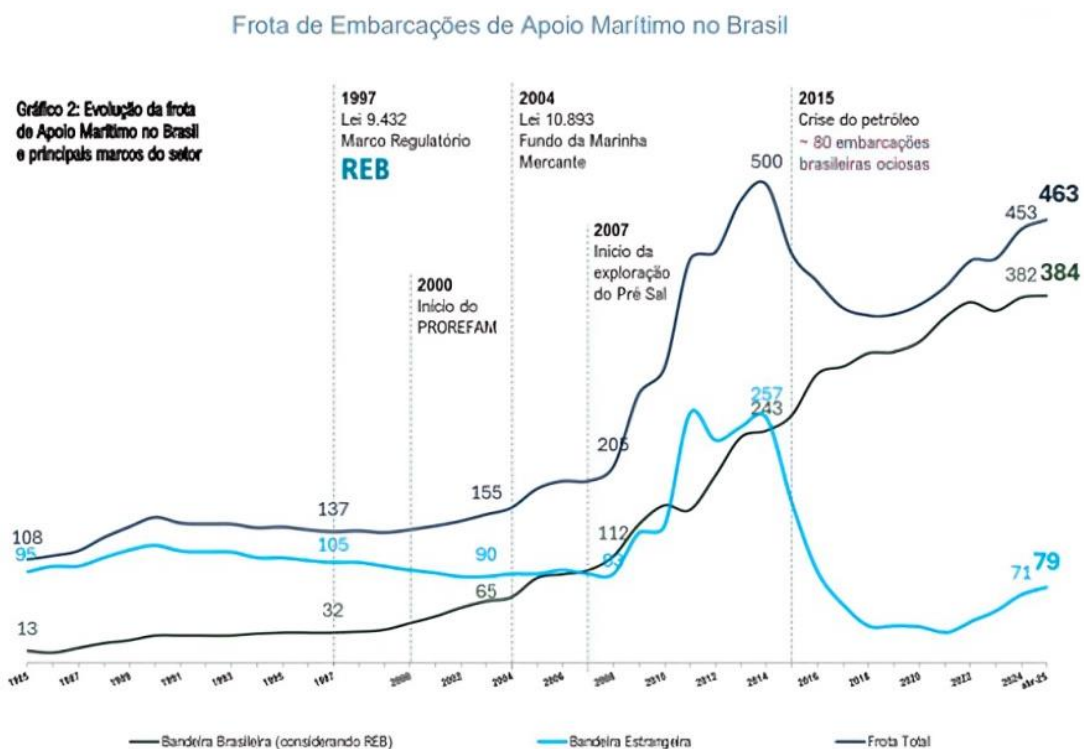
Fonte: Abeam (Associação Brasileira das Empresas de Apoio Marítimo)

Ainda assim, persiste uma reticência considerável por parte de armadores estrangeiros em trazer suas embarcações para operar no Brasil sem bandeira nacional. Isso se aplica, exceto em alguns casos específicos, como unidades de altíssima complexidade técnica — por exemplo, certas embarcações de construção como PLSVs (*Pipe-Laying Support Vessel*) — em que o risco percebido é menor, já que as especificações são tão elevadas que não há equivalentes disponíveis no país, o que dá ao armador maior segurança de que não perderá o contrato durante o processo de circularização conduzido pela Petrobras.

¹⁸ Associação Brasileira das Empresas de Apoio Marítimo

Além de ressaltarem a necessidade de escala para se operar com lucratividade no Brasil, pesa também o histórico de como a Petrobras lidou com contratos estrangeiros no último ciclo de baixa. Pelo mecanismo de circularização, havia previsão de rescisão contratual caso uma embarcação de bandeira brasileira fosse designada para substituição. No entanto, diversos contratos foram encerrados sem qualquer substituição efetiva por ativos nacionais, o que resultou em uma série de litígios. Um dos casos envolveu a UP Offshore (antiga subsidiária da Seacor Marine, adquirida pela Oceanpact em 2021), que teve seus contratos rescindidos unilateralmente pela Petrobras, gerando disputas judiciais prolongadas.

Tal comportamento por parte da Petrobras ajuda a explicar por que boa parte das embarcações estrangeiras que operavam no Brasil no último ciclo não retornaram ao país, conforme se observa no gráfico abaixo.



Dada as limitações aqui discutidas para internalização de embarcações via REB ou para a operação sob bandeira estrangeira, a Petrobras busca assegurar sua viabilidade operacional por meio da construção nacional de novas unidades, de forma a evitar uma disrupção decorrente da falta de embarcações. Esse movimento vem sendo incentivado por processos licitatórios com prazos mais longos do que os praticados tradicionalmente, com contratos que chegam a atingir 12 anos de duração, visando viabilizar e mitigar os riscos dos investimentos a serem realizados por armadores locais.

A Petrobras sinalizou ao mercado sua intenção de estimular a construção local de aproximadamente 40 embarcações de apoio *offshore* por meio dessas licitações. Entre elas, destacam-se 12 PSVs, 10

OSRVs e 8 RSVs em fases já mais avançadas, além de outros 8 RSVs em estudo e 2 AHTSs com licitação prevista para setembro deste ano.

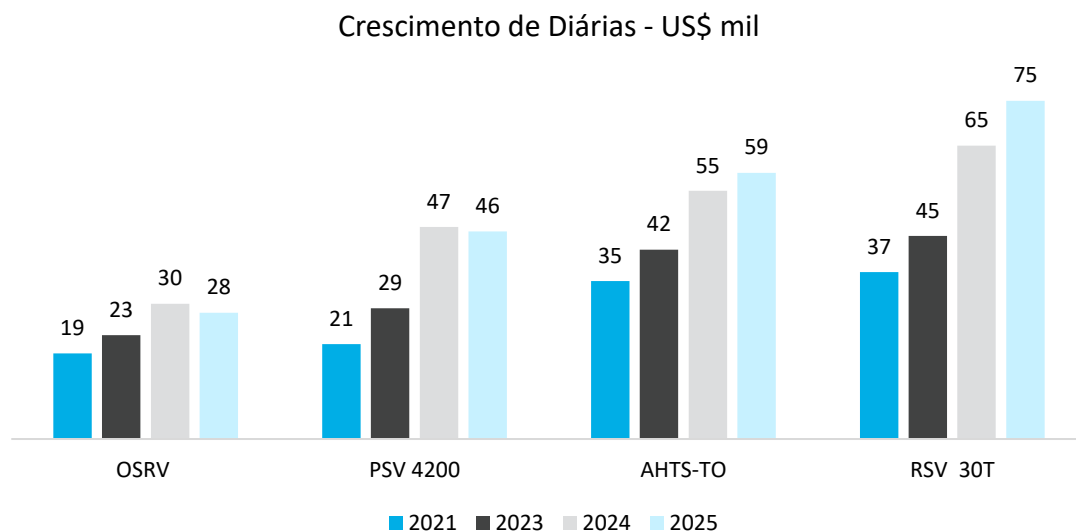
Os prazos de mobilização contratual necessários para viabilizar essas novas unidades giram em torno de 4 anos, o que indica que essa oferta adicional deverá chegar ao mercado apenas a partir de 2029. Na prática, essa nova capacidade tende a atender principalmente a demanda incremental decorrente da entrada em operação dos novos FPSOs.

Tendo recorrido sobre a indústria de embarcações de apoio *offshore*, abordaremos adiante as implicações desse contexto sobre a Oceanpact, assim como algumas alavancas de valor da tese de investimento. Trataremos também dos riscos identificados e, por fim, da contribuição de performance que o investimento gerou para o fundo.

Oceanpact – Aumento de Diárias

Apesar da recente queda no preço do petróleo e da desvalorização das ações de empresas internacionais do setor — sobretudo aquelas com maior exposição ao segmento de PSVs, como a Tidewater, que dependem mais diretamente de atividades de exploração —, não observamos mudanças materiais no plano estratégico da Petrobras, tampouco sinais de que a demanda doméstica deva arrefecer no curto e médio prazo.

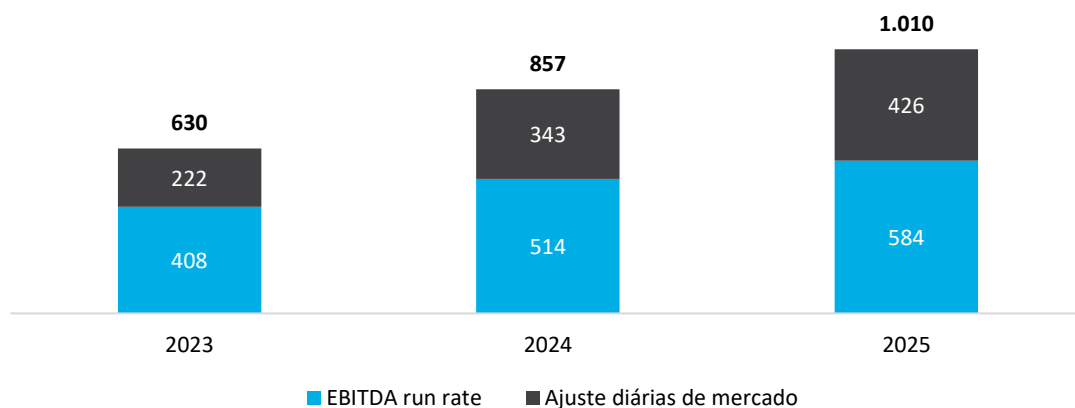
Pelos fatores mencionados, avaliamos que o mercado brasileiro seguirá apresentando uma demanda pujante, além de manter importantes barreiras à competição estrangeira. Ao mesmo tempo, consideramos que o ritmo de construção naval local não será suficiente para absorver toda a demanda incremental derivada do plano de expansão da Petrobras. Nesse contexto, continuamos a enxergar um mercado doméstico estruturalmente restrito em oferta, o que já se reflete na valorização consistente das taxas de afretamento.



Fonte: Oceanpact

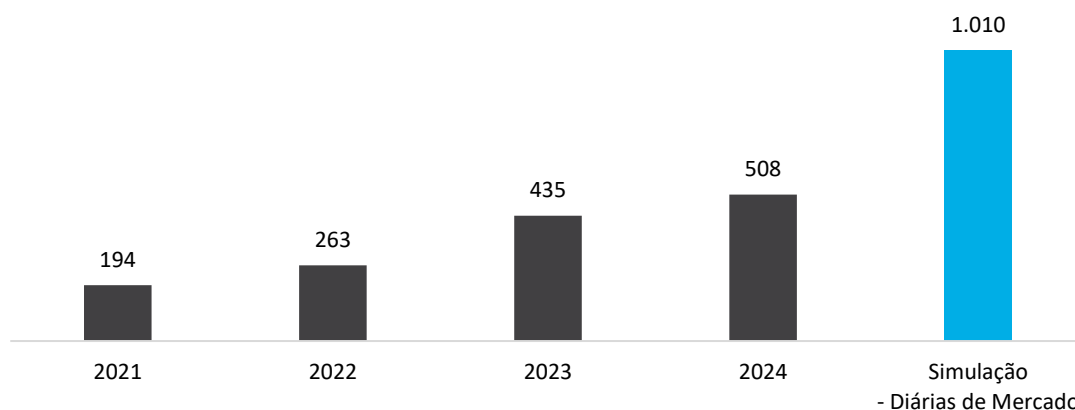
Pela natureza de custo fixo e alta alavancagem operacional, tais aumentos de diárias tendem a ter impacto multiplicador na rentabilidade da companhia. Para ilustrar esses efeitos, trazemos um compilado das apresentações feitas pela Oceanpact nos últimos três *Investor Days*, nas quais a companhia realizou simulações do EBITDA potencial caso todos os contratos vigentes refletissem as diárias atualmente praticadas no mercado. Como se tratam de contratos de 2 a 4 anos, muitos ainda possuem diárias defasadas, e devemos observar reajustes relevantes nos próximos anos, à medida que esses contratos vençam.

EBITDA Run Rate vs. Potencial



Fonte: Oceanpact

EBITDA Recorrente e EBITDA com Diárias de Mercado



Fonte: Oceanpact

O ano de 2024 e o início de 2025 foram períodos relevantes de vencimentos, principalmente nos segmentos de PSVs e OSRVs. Destacamos também o OTSV Ilha do Mosqueiro, que passou de uma diária de cerca de US\$ 31 mil em 2023 para uma extensão contratual em 2024 a US\$ 49 mil e, em 2025, inicia um novo contrato de quatro anos com a Petrobras, auferindo uma diária próxima de US\$

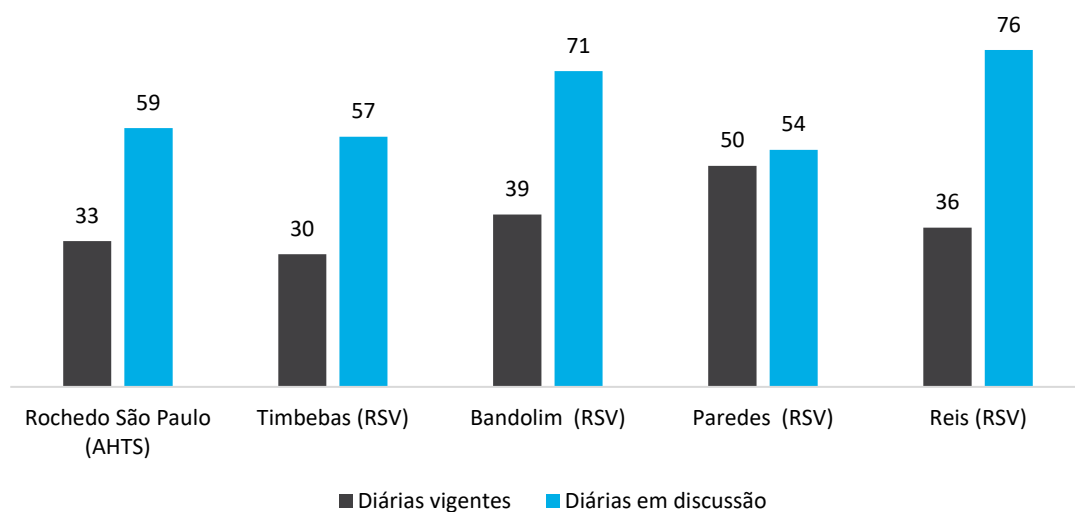
75 mil. Tais reajustes já devem fazer o EBITDA de 2025 registrar mais uma onda de crescimento, aproximando-se da casa dos R\$ 600 milhões.

Para o restante de 2025 e o ano de 2026, espera-se uma concentração relevante de vencimentos dos contratos de AHTSs e RSVs, em função de contratos de quatro anos firmados em 2021/2022, após o ciclo de expansão da companhia. Abaixo, apresentamos um cronograma de vencimentos, seguido por nossas estimativas de alguns dos reajustes de diárias a serem implementados em contratos já em estágio avançado de negociação.

Embarcação	Cliente	2025		2026				2027				2028				2029			
		3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T
I. Tinharé	Outros																		
I. Trindade	Outros																		
P. Paredes	Outros																		
P. Meros	Outros																		
P. Timbebas	Petrobras																		
P. Reis	Petrobras																		
P. Badejo	Petrobras																		
P. Bandolim	Petrobras																		
R. São Paulo	Petrobras																		
R. São Pedro	Petrobras																		
I. São Sebastião	Outros																		
I. Flechas	Petrobras																		
P. Manuel Luís	Outros																		
P. Feiticeiras	Petrobras																		
I. Cabo Frio	Petrobras																		
A. Abrolhos	OCP Serviços																		
M. Vaz	Outros																		
J. Obrien	Petrobras																		
I. Santana	Petrobras																		
F. Noronha	Petrobras																		
Macaé	Petrobras																		
Rubi	Petrobras																		
I. Mosqueiro	Petrobras																		

Fonte: Oceanpact

Negociações Avançadas - US\$ mil



Fonte: Organon Capital (estimativas internas)

Dada a estrutura de custos fixos do segmento de embarcações e sua natureza de alta alavancagem operacional, tal aumento de diárias tende a ser convertido quase integralmente em incremento de resultado e margem para a companhia. Caso sejam implementados somente os reajustes acima estimados, o aumento agregado de diárias, da ordem de US\$ 128 mil, deveria se converter em aproximadamente R\$ 185 milhões adicionais de EBITDA¹⁹.

Além disso, há negociações em andamento para as embarcações Parcel dos Meros (RSV), Parcel do Badejo (RSV), Parcel das Feiticeiras (RSV) e Rochedo São Pedro (AHTS), assim como para contratos de serviços das embarcações de pesquisa. Em todas essas frentes, projetamos melhorias significativas no *economics* dos contratos.

Os próximos períodos serão intensos em renovações contratuais e, por isso, a companhia enfrentará fases de mobilização, com menor utilização e níveis mais elevados de investimento. Entretanto, estimamos que, a partir do 2T26, a companhia passe a entregar resultados significativamente mais próximos de seu potencial.

Oportunidades de crescimento

A rolagem de diárias, por si só, já nos parece bastante atrativa, dado o incremento de geração de caixa livre após os reajustes. Ainda assim, existem algumas opcionalidades que podem tornar a tese ainda mais interessante.

Entre elas, podemos listar a eventual reativação de duas embarcações oriundas da aquisição da UP Offshore – o UP Topázio e o UP Diamante. A reativação, no entanto, não é trivial, pelo fato de serem embarcações que estão em *lay-up* há quase uma década, de possuírem propulsão diesel mecânica e pelo alto investimento necessário. Além disso, seriam necessários cerca de 15 meses de obras e testes. A companhia segue avaliando essa oportunidade e, caso venha a firmar um contrato que justifique economicamente a ativação, deverá implementá-la.

Outras opcionalidades decorrem da aquisição de ROVs. Atualmente, a companhia conta em suas embarcações com 12 ROVs, dos quais 7 são próprios. O investimento nos dois últimos, adquiridos no mercado secundário, foi da ordem de US\$ 3 a 4 milhões cada. Considerando uma diária de aproximadamente US\$ 24 mil por ROV, o *know-how* que a companhia adquiriu como operadora de excelência e uma margem ebitda de 35%, a compra desses equipamentos nos parece uma alocação de capital atrativa, com um retorno sobre o investimento estimado em torno de 30%²⁰.

Uma terceira opcionalidade seria a companhia seguir realizando parcerias com armadores internacionais que desejam operar suas embarcações no Brasil, mas necessitam de uma EBN (Empresa Brasileira de Navegação) com equipe local, que atue como operadora. Nessa modalidade, a companhia paga à contraparte internacional uma taxa de arrendamento a casco nu e captura o *spread*

¹⁹ No exercício, consideramos tributos sobre a receita bruta em 10%, uma utilização dessas embarcações de 80%, um câmbio de BRL/USD 5,50 e 365 dias no ano.

²⁰ Considera uma taxa de depreciação de 10% a.a., uma taxa de utilização de 85%, tributos sobre a receita líquida de 10% e uma alíquota de IR e CSLL de 34%

do serviço cobrado ao cliente final. Trata-se de uma forma interessante de crescer sem necessidade de capital. A companhia vem aproveitando oportunidades nesse sentido nos últimos anos, e esperamos que siga criando valor com essa estratégia.

Existem também externalidades que podem alavancar ainda mais a demanda por embarcações. A mais relevante seria a exploração e produção de petróleo na Margem Equatorial, abrindo uma nova fronteira para a indústria de O&G brasileira. Outra seria o crescimento da indústria de eólica *offshore* no país, a exemplo do que ocorreu em outras partes do mundo. Globalmente, por exemplo, estima-se que cerca de 10% da frota de embarcações esteja operando no segmento de eólica *offshore*. Esse percentual já foi mais elevado alguns anos atrás, alcançando aproximadamente 15% em 2022, quando essa indústria estava mais aquecida.

O descomissionamento, por fim, já é uma realidade e conta com um pipeline extenso de projetos voltados a essa atividade. Com base no Plano Estratégico da Petrobras para 2025-2029, espera-se o descomissionamento de 11 plataformas no quinquênio, as quais já se encontram fora de operação.

Processos Petrobras

Outra importante alavanca para a companhia é a monetização dos processos judiciais em curso contra a Petrobras, relacionados aos contratos rescindidos com a UP Offshore, mencionados anteriormente, sem que houvesse a contratação de *peers* brasileiros. A companhia herdou esses contratos na aquisição da UP Offshore, realizada junto à vendedora Seacor Marine. São cinco processos, entre os quais se destacam os das embarcações UP Coral²¹ (hoje denominado Parcel das Feiticeiras) e UP Turquoise²² (não pertencente à Oceanpact).

Os valores históricos dos dois principais processos são de US\$ 65,4 milhões mais R\$ 33,4 milhões no caso do Coral e de US\$ 11,5 milhões mais R\$ 7,2 milhões no caso do Turquoise. Os demais processos, referentes ao UP Esmeralda, UP Pearl (hoje denominado Parcel do Badejo) e UP Opal (hoje denominado Ilha do Mosqueiro), envolvem diárias devidas de R\$ 13,7 milhões, R\$ 4,6 milhões e R\$ 10,6 milhões, respectivamente

A Oceanpact já monetizou parte desses processos ao vender direitos creditórios para uma terceira parte. Com isso, a companhia levantou R\$ 100 milhões e, em caso de sucesso, remunerará os R\$ 100 milhões a um índice monetário pré-acordado, além de um *kicker* sobre o valor final.

O processo do Coral já teve decisão monocrática favorável no STJ, e a Petrobras entrou com um agravo interno para que o caso seja encaminhado a decisão colegiada. Já o processo do Turquoise transitou em julgado e encontra-se na fase de execução. Estimamos que, líquido de impostos e da remuneração da terceira parte, a Oceanpact venha a receber cerca de R\$ 300 milhões, montante que representa aproximadamente 22% do *market cap* da companhia ao final do semestre.

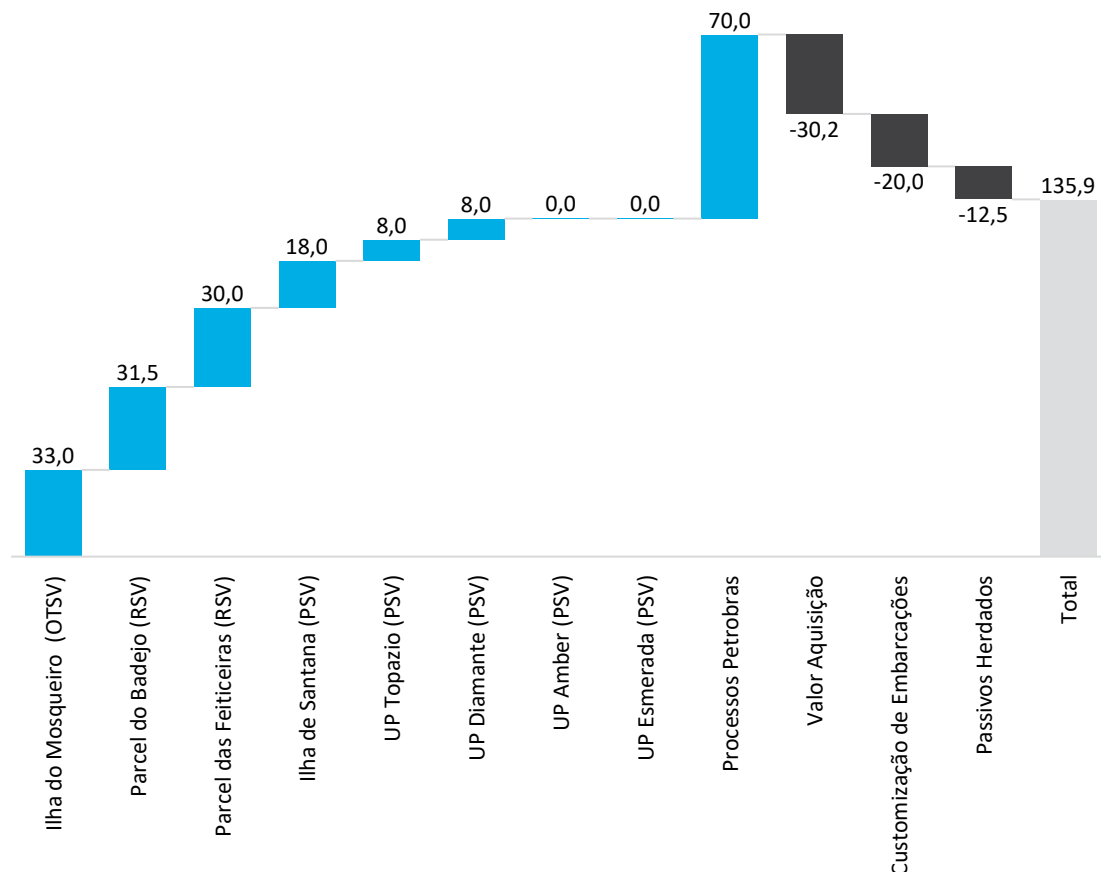
²¹ Processo nº 0266741-35.2020.8.19.0001

²² Processo nº 0195266-19.2020.8.19.0001

Alocação de Capital e reciclagem de ativos

A compra da UP Offshore, aliás, foi um excelente exemplo de criação de valor e de como a companhia capitalizada conseguiu se aproveitar da fragilidade da indústria. Com apenas US\$ 30,2 milhões, a companhia adicionou oito embarcações à sua frota, além dos processos judiciais. No entanto, a aquisição também trouxe alguns passivos, na ordem de R\$ 67,8 milhões, entre multas contratuais com clientes, processos trabalhistas e fiscais, e outras contingências. Abaixo, apresentamos nossas estimativas do valor atual das embarcações e dos processos herdados em contraste com o valor de aquisição, o investimento estimado em adequações e os passivos assumidos.

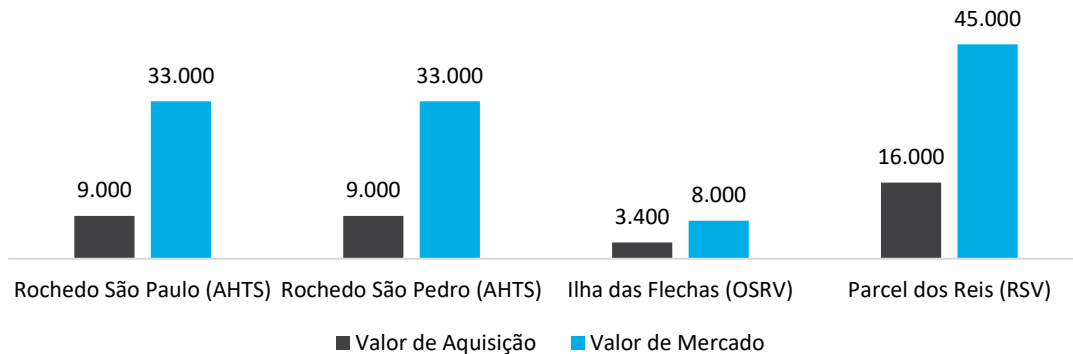
Criação de Valor - Aquisição UP - US\$ milhões



Fonte: Organon Capital (estimativas internas)

Outros exemplos de compras de ativos oportunísticas entre 2020 e 2021 incluem o Ilha de Santana (PSV), o Rochedo São Paulo (AHTS), o Rochedo São Pedro (AHTS), o Ilha das Flechas (OSRV) e o Parcel dos Reis (RSV). O último foi adquirido por US\$ 16 milhões e estimamos que seu valor de mercado esteja entre US\$ 45 e US\$ 50 milhões.

Aquisição de Embarcações (US\$ mil)



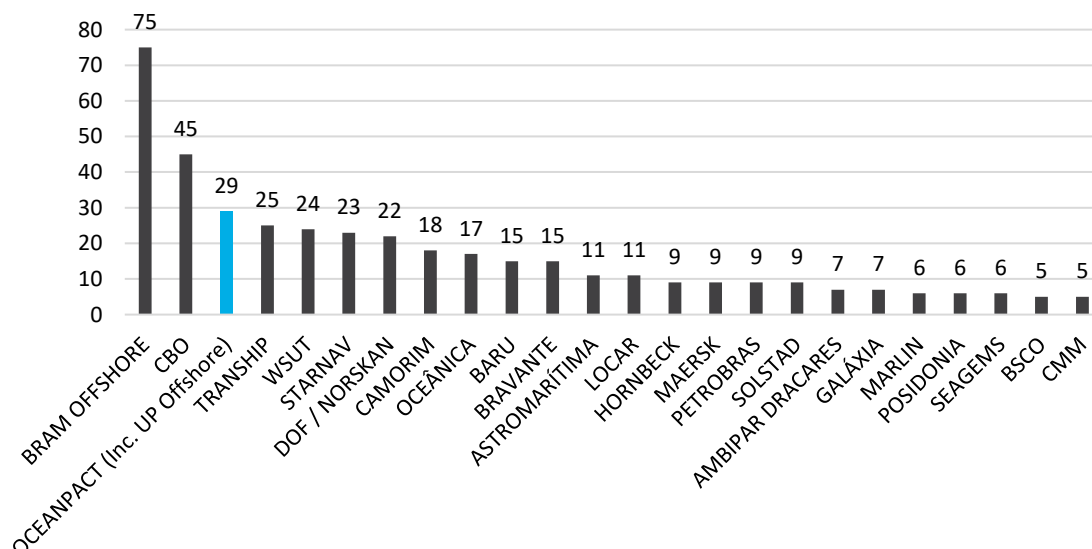
Fonte: Oceanpact e Organon Capital (estimativas internas)

Entendemos que a companhia adota uma abordagem pragmática e disciplinada na gestão de seu portfólio de embarcações. Caso não identifique contratos que proporcionem uma remuneração adequada sobre o valor de mercado das embarcações, a empresa deverá considerar, também, a alienação desses ativos. Essa postura visa destravar valor e realocar capital para oportunidades com maior potencial de retorno, em linha com a estratégia de alocação eficiente e disciplina financeira que tem pautado suas decisões nos últimos anos.

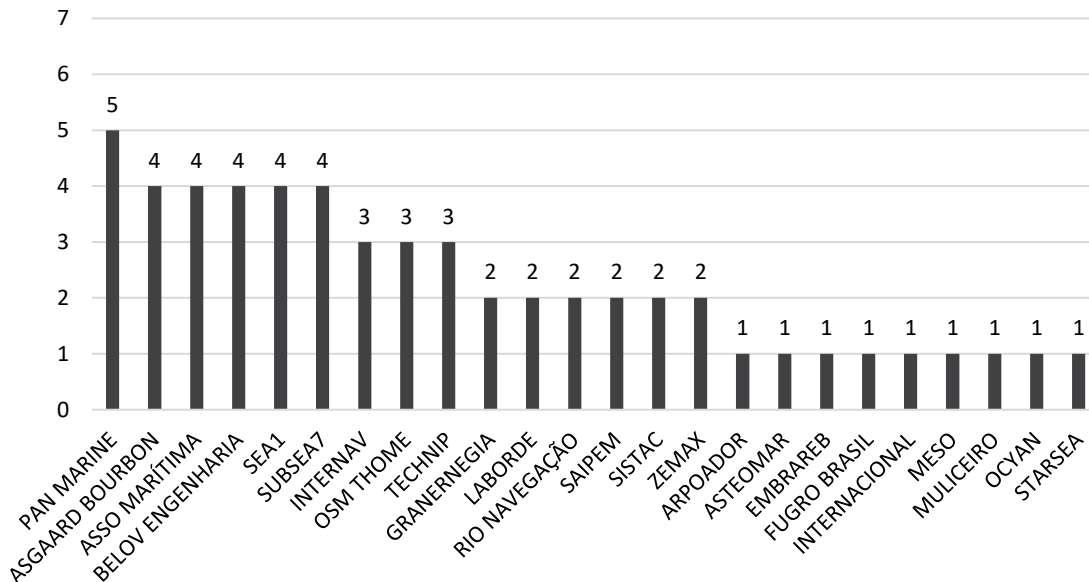
Eventual consolidação do mercado brasileiro

Vimos alguns movimentos de consolidação nos últimos anos, com players como a Oceanpact adquirindo a UP Offshore e a CBO realizando uma operação similar com a Finarge — ambos armadores com frotas de porte médio. Para frente, esperamos que ocorram novas movimentações envolvendo players maiores.

Mercado Brasileiro (1/2)



Mercado Brasileiro (2/2)



Fonte: Abeam (Associação Brasileira das Empresas de Apoio Marítimo)

Embora o mercado ainda seja bastante fragmentado, com muitos operadores detendo apenas uma ou duas embarcações, não enxergamos tanto potencial de M&A além dos principais líderes do setor. Entendemos que as boas oportunidades entre frotistas de médio porte, com perfis de embarcações mais comparáveis, já tenham sido em grande parte capturadas.

Essa consolidação tende a contribuir para uma maior racionalidade na dinâmica competitiva e coloca o consolidador em uma posição mais confortável perante a Petrobras. Afinal, o ônus de manter uma embarcação ociosa, em prol de uma postura negocial mais firme, torna-se progressivamente menor à medida que a escala operacional aumenta.

A Oceanpact figura entre os principais *players* do mercado e pode assumir um papel relevante nesse movimento de consolidação. Além da companhia, destacam-se grandes armadores como a BRAM²³, a CBO, a WSUT e a Starnav.

Diversas especulações de mercado já surgiram sobre um possível movimento estratégico envolvendo a companhia e *players* como a WSUT ou a CBO. No caso da WSUT, comenta-se que estaria buscando ativamente um comprador para suas operações, após a troca de controle na Wilson Sons, que detém 50% da companhia. Já a CBO tem como controladores dois fundos de *private equity*, cujos *vintages*²⁴ já teriam maturado.

²³ Operação brasileira do grupo Edison Chouest

²⁴ *Vintage* é o termo usado no mercado de *private equity* para se referir ao ano em que um fundo foi constituído e captou capital dos investidores. Esse marco determina o horizonte típico de investimento e desinvestimento (normalmente de 7 a 10 anos), após o qual o fundo precisa buscar liquidez e devolver recursos aos cotistas.

No caso da WSUT, assim como da Starnav, entendemos que há um menor *fit* estratégico, dado o perfil mais homogêneo de suas frotas, predominantemente voltadas para o segmento mais comoditizado de PSVs. Já a CBO agregaria embarcações de maior complexidade técnica, com uma relevante frota de AHTS e RSVs, embora um eventual movimento enfrentasse como principal desafio a sua alavancagem financeira.

Riscos

Por outro lado, um risco da tese é uma deterioração do ambiente competitivo com o aumento de oferta podendo acarretar maior agressividade comercial, especialmente por parte de *players* que possuem estaleiros próprios e vêm analisando a expansão da frota.

WSUT, BRAM e Starnav são exemplos de armadores que contam com estaleiros próprios, o que lhes permite adotar estratégias de crescimento orgânico. A BRAM, em especial, tem atuado de forma ativa nas recentes licitações promovidas pela Petrobras para novas embarcações. A DOF, que opera no país por meio da Norskan e possui uma frota voltada ao segmento *subsea*, também participou das licitações de novos RSVs, enquanto a Starnav esteve presente em concorrências para PSVs.

Um período prolongado de baixa no preço do petróleo, acompanhado de uma queda significativa nos investimentos exploratórios, não apenas reduziria a demanda por PSVs e AHTSs, mas também poderia estimular movimentos de conversão de embarcações para RSVs, aumentando a oferta desses ativos. Esse tipo de iniciativa já foi ventilada pela BRAM, por exemplo, que historicamente possui uma frota mais concentrada no segmentos de PSV e AHTS.

Uma deterioração do mercado, no entanto, é parcialmente mitigada — ou ao menos postergada — pela natureza dos contratos de longo prazo. Boa parte dos acordos está sendo firmada no biênio 2024-2025 e possui vencimentos entre 2028 e 2029, assegurando boa rentabilidade até lá.

Outro risco ou *pushback* da tese é o fato de a idade média da frota da Oceanpact estar acima dos benchmarks globais, situando-se por volta de 18 anos, impulsionada por algumas embarcações do segmento OSRV que geram pouco resultado.

No entanto, o mesmo motivo pelo qual é difícil operar no Brasil — as altas exigências técnicas por parte da Petrobras — é uma fortaleza no sentido de manter uma frota atualizada e bem conservada. Entendemos que, em um momento de sobreoferta, os contratantes têm mais espaço para serem seletivos e podem priorizar embarcações mais novas. Ainda assim, dado o aperto estrutural entre oferta e demanda, acreditamos que as petroleiras estarão mais preocupadas em assegurar sua continuidade operacional do que em escolher a idade do barco, sobretudo considerando o bom estado de manutenção da frota.

Conversando com diversos *players* — dos que têm frota mais nova (como a Tidewater e a Seacor) aos que operam embarcações mais antigas (como, por exemplo, a Eidesvik) —, é consensual que um barco bem mantido pode operar por períodos muito superiores à vida econômica estimada de 20 anos,

chegando, em alguns casos, a até 40 anos. A oferta limitada, por sua vez, tende a seguir sustentando a demanda por ativos mais antigos.

Gestão, alinhamento de interesses e governança

Gostaríamos de ressaltar nossa confiança na gestão da companhia, que realizou um excelente trabalho de restauração da credibilidade junto aos investidores. A entrada do novo CFO, Eduardo de Toledo, marcou um período de maior transparência e previsibilidade nas comunicações com o mercado, contribuindo para fortalecer a confiança institucional. Além disso, destacamos o alinhamento de Flavio e de todo o corpo executivo com os acionistas, reflexo direto da estrutura de *partnership* que norteia a companhia.

Atualmente, a equipe de gestão detém aproximadamente 40% do capital da empresa, sendo cerca de 31% pertencentes a Flavio, seu fundador e Diretor Presidente. Essa participação relevante reforça o compromisso de longo prazo com a criação de valor e a disciplina na alocação de capital.

Por fim, cabe mencionar que a companhia conta com um time de conselheiros experientes, com profundo conhecimento do setor, que contribuem para manter um processo decisório sólido, independente e alinhado às melhores práticas de governança corporativa.

Investimento

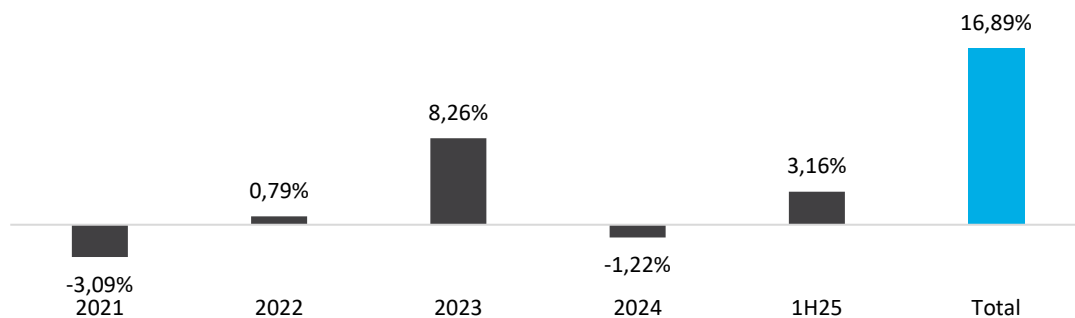
O investimento em Oceanpact é particularmente especial para nós, da Organon, tanto pela relevância que teve na performance do fundo quanto pela importância que conquistamos em seu quadro societário. Além disso, ele ilustra de maneira exemplar como, através do mercado acionário, podem surgir assimetrias significativas de valor.

Tangibilizando essa situação, no momento em que a ação atingiu suas mínimas de preço, chegando a tocar em R\$ 1,62, a companhia era avaliada em cerca de R\$ 320 milhões. Isso ocorreu um ano após o IPO adicionar R\$ 800 milhões ao caixa da empresa. Dessa forma, surgiam duas possíveis interpretações: ou o mercado estava nos apresentando uma empresa que, antes da oferta pública, possuía um valor de *equity* significativamente negativo - o que seria pouco razoável - ou estava apontando que a companhia havia destruído boa parte do capital levantado junto aos investidores. O simples exercício de comparar o valor das embarcações adquiridas com os preços no mercado secundário em conjunto com a análise de geração de valor obtida na aquisição da UP Offshore indicava que a outra hipótese também se mostrava bastante improvável.

Nossa participação em Oceanpact foi sendo ampliada gradualmente, até que, em abril de 2024, anunciamos ter superado a marca de 5% das ações. Desde o início do investimento, a companhia contribuiu de forma relevante para o desempenho do fundo, com uma atribuição de 16,89% até o encerramento do primeiro semestre de 2025, e segue sendo uma das principais posições da carteira. Mantemos nossa convicção de que os fundamentos detalhados ao longo desta carta ainda não estão plenamente refletidos no preço das ações.

Nesse sentido, ao final do 1S25, mesmo após a ação ter se reprecificado de forma significativa em relação às suas mínimas, sendo cotada a R\$ 6,80, enxergamos a companhia sendo negociada a aproximadamente 2,3x o EBITDA projetado para 2027, após as rolagens de contratos. Nesse cenário, a Oceanpact passaria a auferir uma geração de caixa livre para o acionista (FCFE) que implicaria um *yield* próximo a 30% ao ano, criando espaço para generosas distribuições de dividendos. Caso o recebimento dos valores relacionados aos processos judiciais não se materialize, ainda assim estaríamos falando de um múltiplo de cerca de 2,6x EBITDA projetado para 2027.

Attribution OPCT3

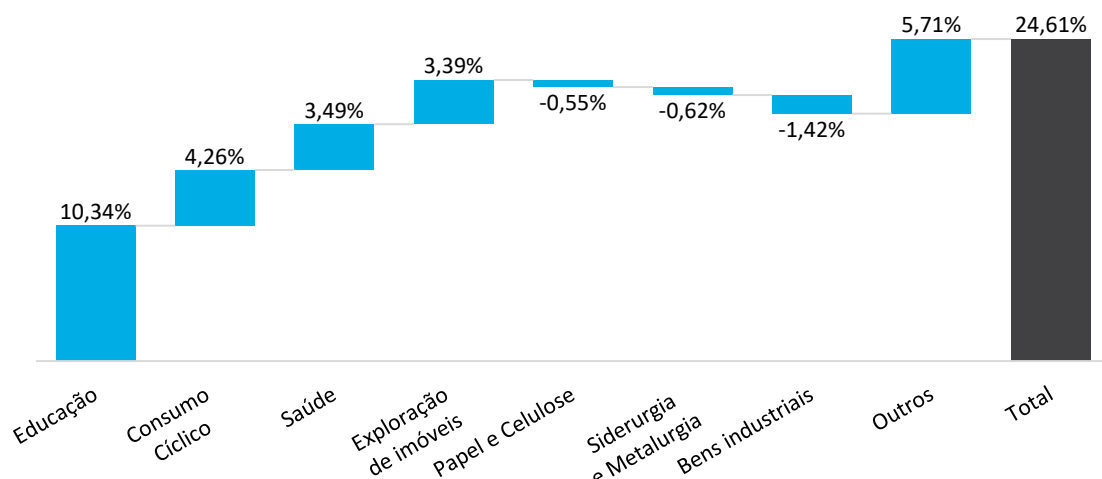


Fonte: Organon Capital

Desempenho Semestral

Neste primeiro semestre de 2025 obtivemos um retorno de 24,6%. Em contrapartida, o índice Bovespa teve uma apreciação de 15,4%, índice Bovespa Small Cap de 26,4% e o IPCA +5% a.a. acumulou uma alta de 5,6%. No gráfico abaixo, demonstramos a distribuição da performance por setor da nossa carteira de ações durante o segundo semestre. Em conjunto com os setores não individualizados no gráfico, taxas de administração e performance foram agrupadas na coluna "Outros".

Atribuição de Performance por Setor Econômico - 1S 2025



Dentre os investimentos maturados (dos quais já realizamos total desinvestimento) ao longo do semestre, podemos listar os seguintes nomes:

Empresa	Ticker	Período de investimento	Contribuição para o fundo no período - %
São Carlos	SCAR3	Fevereiro/23 – Maio/25	3,4%

Durante o primeiro semestre do ano, concluímos o ciclo de investimento em São Carlos. Em 2023, iniciamos uma posição na companhia, amparados por uma tese de investimentos que se assemelhava a de outras empresas que passaram anteriormente pelo portfólio do fundo (BR Properties e Syn).

Dado um cenário de taxas de juros restritivas, a São Carlos iniciou em 2023 uma estratégia de reciclagem de ativos imobiliários (lajes corporativas e imóveis voltados ao varejo), visando reduzir a alavancagem financeira e destravar valor ao acionista. Ao longo dos dois anos seguintes, a companhia vendeu mais de R\$ 1,5 bilhão em imóveis do portfólio, readequando a dívida líquida para um patamar confortável e permitindo distribuições de dividendos da ordem de R\$ 200,0 milhões. No período de investimento²⁵, as ações da empresa apresentaram um retorno ajustado por dividendos de 53,5%, contrastando com uma performance de 27,6% do Ibovespa.

Embora ainda exista um desconto considerável entre o valor intrínseco dos ativos da São Carlos e o valor de mercado da companhia, entendemos que a reciclagem de imóveis, principal gatilho de destravamento de valor ao acionista, deve ocorrer em um ritmo mais gradual no curto prazo. Com o pontual fechamento da janela de captações para fundos imobiliários, novos desinvestimentos tendem a ocorrer em magnitudes reduzidas e com preços e termos potencialmente menos atrativos do que no passado recente. Dessa forma, optamos pelo desinvestimento da posição no primeiro semestre do ano, buscando concentrar o portfólio em oportunidades com uma maior assimetria aparente de risco e retorno e com gatilhos claros de inflexão operacional.

Ao final do primeiro semestre de 2025 nosso portfólio contava com posições em 17 empresas e as 10 maiores posições representavam 76% do patrimônio do fundo, conforme nosso princípio de investimento de concentrar a carteira nas ações em que possuímos maior convicção.

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, 22 de julho de 2025.

²⁵ Período de investimento: 24/02/2023-02/05/2025