

Iniciamos esta carta semestral com um sentimento de realização por ter completado nosso terceiro ano como uma gestora de ações. Agradecemos a confiança depositada por mais de 3.000 cotistas que estão conosco.

Desde o início de nossa gestora, em 24 de setembro de 2020, até o final do ano de 2023, o Organon FIC FIA obteve uma rentabilidade líquida de 228,7%¹ vs uma variação positiva de 47,4% do IPCA +5%, de 40,2% do índice Bovespa e de 0,4% do índice Small.

Aproveitamos a oportunidade para mencionar a abertura, ao longo de 2023, de dois novos veículos com liquidez D+60 (resgate de cotas em 60 dias), o Organon Institucional FIC FIA e o Organon 60 FIC FIA. Ressaltamos que, assim como o Organon FIC FIA, os novos veículos da gestora investem no mesmo fundo Master², possuindo, portanto, a mesma carteira de ações. Adicionalmente, todos os veículos possuem as mesmas taxas de administração e de performance, nos montante de 1,8% e 15%, respectivamente. Nossos três veículos diferem apenas nos prazos de resgate e nos *benchmarks* sobre os quais a taxa de performance é calculada³.

Tal movimento reforça a estratégia de alongamento do passivo, para que possamos, com conforto, manter a nossa estratégia de investimento, focando em empresas com menor capitalização de mercado e mantendo a filosofia de concentração de portfólio. Dessa forma, pretendemos fechar, em breve, o Organon FIC FIA para novas aplicações. Simultaneamente, os novos veículos criados serão disponibilizados para aplicação junto aos nossos distribuidores. Os investidores existentes do Organon FIC FIA poderão manter normalmente seus investimentos no veículo D+30, assim como resgatá-los conforme suas necessidades.

Case de Investimento – Marcopolo

“O mercado é uma máquina que transfere dinheiro dos impacientes para os pacientes.” Warren Buffett

Nesta carta semestral, iremos abordar nosso investimento em Marcopolo. Iniciamos este investimento há pouco mais de cinco anos, período em que a companhia passou por diversos desafios e trilhou um caminho diferente do que havíamos inicialmente previsto. Ao comprar uma participação na companhia em 2018⁴, nossa tese estava fundamentada em uma retomada no mercado brasileiro de ônibus após anos de uma demanda muito fraca. Em 2019, quando os pedidos por parte dos operadores de ônibus esboçavam uma retomada, o mundo foi atingido pela pandemia do coronavírus e o distanciamento social postergou investimentos no setor e

¹ Depois das taxas de administração e de performance.

² Organon Master FIA.

³ O Organon FIC FIA possui um prazo de resgate de 30 dias com o benchmark IPCA +5%; o Organon Institucional FIC FIA possui um prazo de resgate de 60 dias com o benchmark Ibovespa; e o Organon 60 FIC FIA possui um prazo de resgate de 60 dias com o benchmark IPCA +5%.

⁴ Lembramos que, embora a gestora tenha sido criada em setembro de 2020, o veículo Organon FIC FIA teve início em fevereiro de 2013 como um fundo restrito com intuito de administrar os recursos pessoais do gestor.

retraiu a demanda por viagens interestaduais, vulnerabilizando os principais clientes da Marcopolo.

O racional do investimento tinha como uns dos pilares o comportamento cíclico do mercado de ônibus, já que pela vida útil dos produtos vendidos e por padrões de compra dos empresários, entendíamos que existia uma demanda reprimida importante por novos veículos, o que culminaria em uma iminente necessidade de renovação da frota. Além disso, enxergávamos um componente competitivo importante para a tese, já que a persistente fraqueza na demanda resultou em prejuízos financeiros a diversos concorrentes da Marcopolo. Esse cenário contribuiu para movimentos de consolidação no setor e fechamento de capacidade de produção, o que não apenas melhorou a qualidade de indústria, como também ajudou a aprofundar a diferenciação dos produtos da companhia frente aos seus concorrentes. A Marcopolo continuou investindo em P&D⁵ e no lançamento de uma nova geração de ônibus enquanto a concorrência, devido a sua frágil situação financeira, encontrava-se impossibilitada de realizar investimentos.

A carta seguirá a seguinte estrutura: (i) descrição geral da companhia; (ii) visão geral da indústria; (iii) principais pilares da tese de investimento; (iv) acontecimentos desde o nosso primeiro investimento e (v) *drivers* de valor prospectivos. Por fim, mostraremos nossa atribuição de performance para o segundo semestre e para o ano de 2023, ambas as janelas tendo sido impactadas positivamente pelo *case* aqui discutido.

Ressaltamos que, apesar da forte valorização das ações da Marcopolo⁶ no ano de 2023 (167,0%⁷ vs 22,3% do Ibovespa e 17,1% do índice Small), seguimos investidos na companhia. Esperamos que a empresa se beneficie de medidas internas plantadas no passado recente, assim como seja capaz de aproveitar as tendências mais favoráveis de mercado esperadas para os próximos anos. Atualmente, temos cerca de 8% do nosso fundo investido em Marcopolo.

A Marcopolo

Fundada em 1949, a Marcopolo é referência mundial na fabricação de carrocerias de ônibus, com seus produtos circulando em mais de 120 países nos cinco continentes. A companhia atua nos segmentos de ônibus rodoviários, urbanos e micro-ônibus.

No Brasil, a companhia conta hoje com três unidades produtivas: Ana Rech (Caxias do Sul – RS), Ciferal (Caxias do Sul – RS) e São Mateus (São Mateus – ES). No âmbito internacional, a companhia possui operações em diversos países, como África do Sul (MASA), Argentina (Metalsur), Austrália (Volgren), China (MAC), Colômbia (Superpolo) e México (Polomex). Adicionalmente, possui uma participação minoritária de 8,5% na canadense NFI Group, listada na bolsa de Toronto e avaliada em CAD 1,628 bilhões (R\$ 5,963 bilhões)⁸.

A companhia exerce uma participação de mercado relevante nos segmentos em que atua. No mercado interno, podemos destacar sua participação no segmento de rodoviários, vertical em que a Marcopolo domina com cerca de 55% do mercado. Nessa frente, a empresa compete

⁵ P&D: Pesquisa e Desenvolvimento.

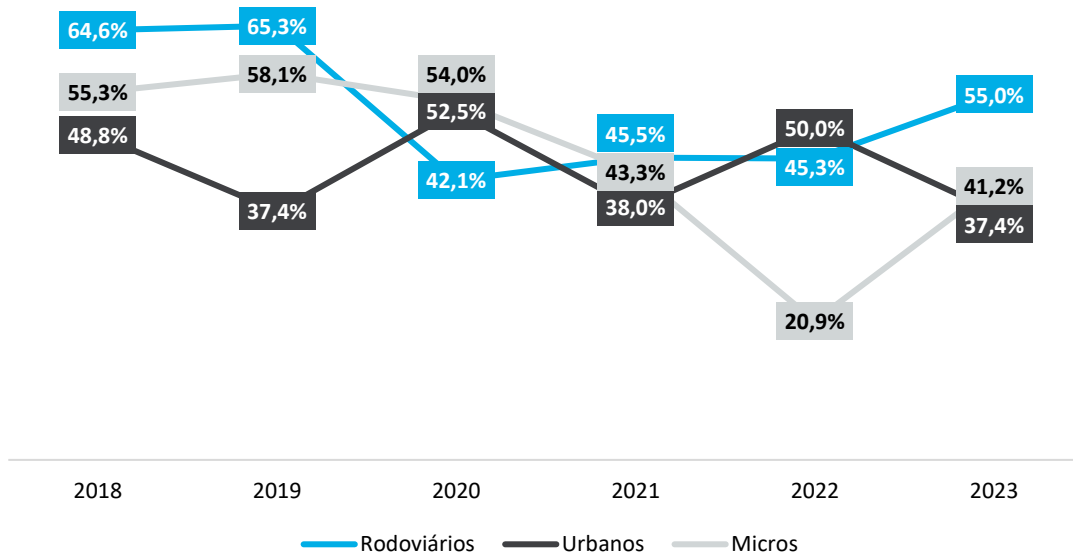
⁶ Medida pelas ações preferenciais (POMO4).

⁷ Ajustado por distribuições. Cotação data base 29/12/2022 - 28/12/2023 (2,64 – 7,05).

⁸ Data Base: 29/12/2023; Cotação NFI: CAD 13,69; Cotação BRL/CAD: 3,6620.

principalmente com a Comil e a Busscar, cada uma com participação de cerca de 20%. Já no mercado de ônibus urbanos, a companhia tem uma participação de mercado em torno de 40%, atrás da Caio, líder do segmento com forte presença no estado de São Paulo. Por fim, no segmento de micros, a participação de mercado também fica em torno de 40%, similar à da concorrente Mascarello.

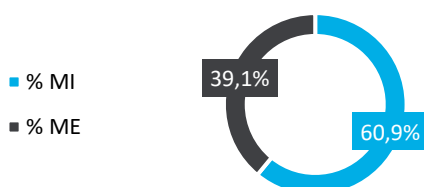
Market Share Marcopolo



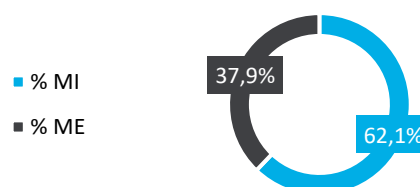
Fonte: Fabus e Marcopolo

Em termos de representatividade da receita líquida, hoje, cerca de 35% vem do segmento de rodoviários, seguido pelo segmento de urbanos, Volares (divisão focada na produção de micro-ônibus voltados para o transporte escolar, fretamento executivo, transporte urbano e projetos especiais) e micros, com 32%, 22% e 5%, respectivamente. As demais linhas de negócio (faturamento de chassis de terceiros, o Banco Moneo e venda de peças e outros produtos) respondem por cerca de 6% da receita líquida da companhia. Em termos geográficos, cerca de 60% da receita da companhia vem do mercado interno, e cerca de 40% vem do mercado externo, englobando as operações internacionais e as exportações.

Representatividade Receita Líquida – 3T23

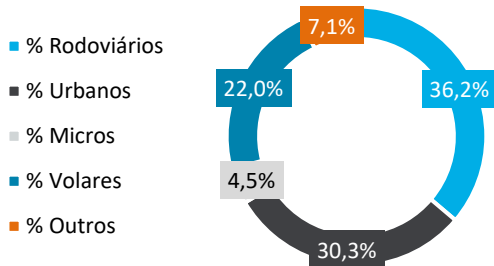


Representatividade Receita Líquida – Ult. 12 meses

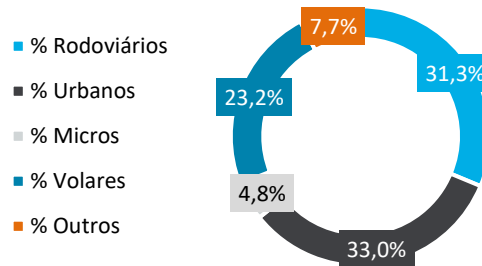


Fonte: Marcopolo

Representatividade Receita
Líquida – 3T23



Representatividade Receita
Líquida – Ult. 12 meses



Fonte: Marcopolo

A companhia atende clientes no setor privado, os operadores de linhas de ônibus, assim como o setor público. No canal governamental, as vendas são efetuadas através de licitações promovidas pelos diversos agentes públicos, com especial destaque para o programa do governo federal Caminho da Escola. Normalmente, os clientes da Marcopolo compram o chassi diretamente com as montadoras (MAN, Mercedes-Benz, Volvo, entre outros) e escolhem um encarroçador, responsável pela montagem do “corpo” do ônibus (estrutura metálica, assentos, eletrônicos etc.). O processo de manufatura é caracterizado por ser intensivo em mão de obra e por ser altamente customizado (pintura, acessórios etc.) de acordo com as especificações dos clientes, especialmente nos produtos de maior valor agregado. A Marcopolo contava com cerca de 13.400 funcionários ao final de 2022.

A companhia se diferencia por ter uma estrutura de capital saudável, o que a ajudou a atravessar os anos mais difíceis de mercado. Nesse período, adquiriu um de seus concorrentes, a Neobus, e continuou investindo na inovação de seus produtos.

Cabe ressaltar que o endividamento líquido da companhia é menor do que aparenta ao primeiro olhar. O Banco Moneo, foi criado e é controlado pela Marcopolo para viabilizar a aquisição de seus produtos por parte dos clientes, acessando o FINAME (Financiamento de Máquinas e Equipamentos), linha de crédito subsidiada pelo BNDES, e repassando o crédito aos clientes para aquisição dos ônibus.

Com a consolidação do banco nos demonstrativos financeiros da Marcopolo, o *funding* (dívida obtida com BNDES através do FINAME) aparece como um passivo financeiro, mas o repasse aos clientes aparece nos números consolidados da companhia na linha de contas a receber do ativo. Entretanto, tais recebíveis do banco são ativos financeiros, rendendo a taxa de juros do programa FINAME acompanhada de um *spread*. Esses recebíveis seriam mais bem descritos como equivalentes de caixa, uma vez que são remunerados. Ajustando esse efeito, a companhia passaria de um endividamento líquido contábil de cerca de R\$ 960 milhões para um endividamento líquido operacional próximo de R\$ 130 milhões.

Indústria - Década 2010-2020

Para compreender melhor o momento atual da indústria, voltaremos ao início da década passada, mais especificamente durante a troca de motorização ocorrida no ano de 2012. Essa substituição é uma mudança regulatória que, periodicamente, visa diminuir a emissão de gases poluentes da frota circulante e, naquele momento, a troca era do padrão Euro 4 para o Euro 5. Comumente, os frotistas realizam uma antecipação de compras no ano que antecede a troca. Essa antecipação ocorre, pois as mudanças regulatórias e tecnológicas encarecem o produto e pelo fato dos frotistas e suas equipes mecânicas já estarem familiarizados com a manutenção de veículos na motorização anterior.

A alta taxa de renovação da frota no ano anterior à troca de motorização costuma ser seguida de uma ressaca de vendas no ano seguinte. Entretanto, 2012 foi um ano atípico, já que a alta demanda de 2011 foi sustentada por subsídios na compra de bens de capital através do programa PSI (Programa de Sustentação do Investimento). Esta iniciativa havia sido lançada pelo BNDES, visando promover o investimento doméstico através de crédito com taxas subsidiadas, prazos alongados de financiamento e carência. Por consequência, a demanda elevada se sustentou até o ano de 2014, momento em que a retirada dos subsídios em conjunto com a recessão econômica no país fizeram com que as compras de ônibus colapsassem.

Superciclo, aumento de capacidade e internacionalização

O período de bonança com os estímulos governamentais foi acompanhado de uma certa irracionalidade por parte dos participantes de mercado. Fabricantes de carrocerias, à época, extrapolaram as tendências recentes nas expectativas futuras. Tendo como premissa uma nova realidade de demanda para o mercado brasileiro, os fabricantes se movimentavam para aumentar suas capacidades produtivas e sustentar suas participações de mercado.

Investimentos em novas fábricas foram anunciados e novas capacidades entraram no mercado nos anos de 2013 e 2014. A Comil, por exemplo, inaugurou uma nova planta em Lorena, no Estado de São Paulo, em 2013. Já a Marcopolo e a Neobus inauguraram novas plantas em 2014. A Marcopolo com sua planta de São Mateus, no Espírito Santo, e a Neobus em Três Rios, no Rio de Janeiro.

A Marcopolo, que já tinha participações em operações internacionais, como na África do Sul (MASA), Colômbia (Superpolo), Argentina (Metalpar) e México (Polomex), utilizou o bom momento das operações brasileiras e o excedente de caixa gerado para acelerar ainda mais o processo de internacionalização, resultando em diversos investimentos na década passada. Entre os investimentos, podemos citar:

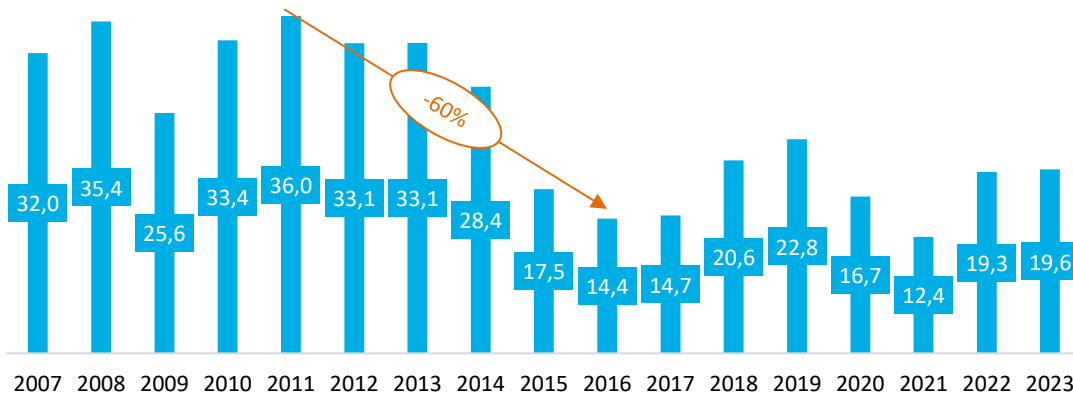
- Aumento de participação na Metalpar, na Argentina, para 50% (2011)
- Aquisição de 51% da Metalsur, na Argentina, através da Metalpar (2012)
- Aquisição de 75% da Volgren, na Austrália (2012)
- Aquisição de 20% da NFI Group, Canadense listada na bolsa de Toronto (2013)

Posteriormente, a companhia comprou os 25% restantes da australiana Volgren (2017), assim como inaugurou uma planta em Changzhou, na China (2018).

A virada do ciclo e a reação dos fabricantes

Com uma frota circulante no país bastante renovada, os fabricantes de carrocerias se depararam com uma realidade distinta a partir de 2014. Com a retirada de subsídios, um custo de capital mais elevado no Brasil e a compressão da massa salarial, o setor viu a demanda por ônibus se reduzir drástica e repentinamente.

Produção Carrocerias - mil unidades



Fonte: Fabus

À espera por novos estímulos, empresários industriais foram reticentes em reconhecer a nova realidade de demanda e demoraram a realizar ajustes de estrutura, resultando em uma redução de alavancagem operacional relevante e pressionando a rentabilidade e os balanços do setor. Tal reticência é de certa forma compreensível, uma vez que novos investimentos haviam resultado numa importante geração de empregos, o que tornava o ajuste custoso do ponto de vista econômico e social.

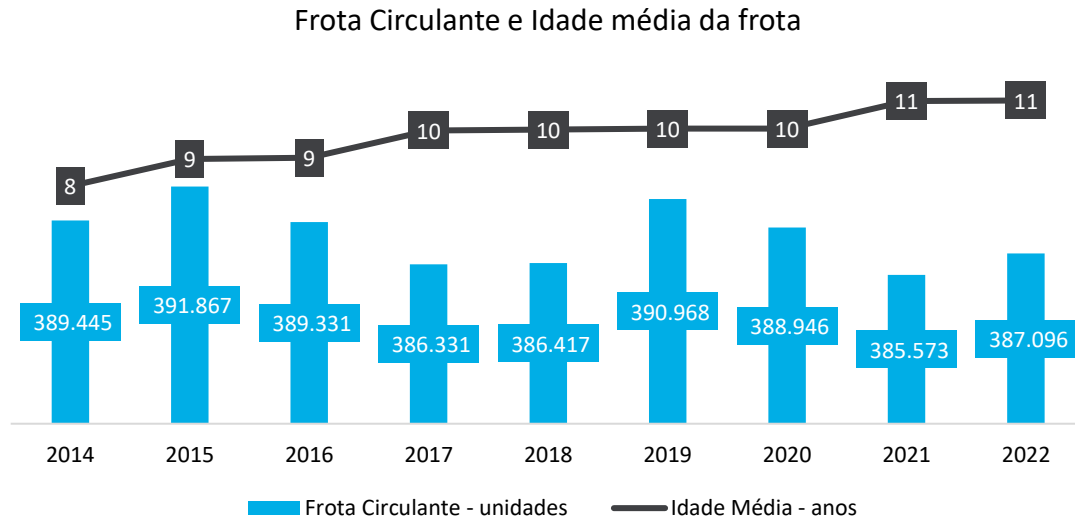
Tese de investimento

Ao vermos todos esses anos de baixa demanda e rentabilidade pressionada, em 2018, conseguíamos com algum grau de convicção vislumbrar anos mais prósperos pela frente para a companhia. Entendíamos que a conjuntura negativa na indústria vinha fortalecendo estruturalmente a Marcopolo e, nessa seção da carta, abordaremos os principais pilares da tese de investimento que sustentavam esse ponto.

Conjuntura - Ciclo do negócio

A vida econômica de um ônibus tende a se estender por 8 a 10 anos, antes que o veículo comece a perder eficiência e performance, registrando a necessidade de manutenções não programadas decorrentes de problemas técnicos. Dada a concentração de renovação da frota nos anos de 2011, com a pré-compra, e de 2012-2013, com os estímulos do PSI, podia se esperar que houvesse uma necessidade mais intensa de renovação da frota entre os anos de 2019 e 2022.

Este pilar de nossa tese – de que a conjuntura da indústria deveria melhorar dado seu comportamento cíclico - foi reforçado ao monitorarmos os dados de idade média da frota de ônibus em circulação no Brasil, que ultrapassava a casa dos dez anos em 2018 e ao final de 2022 estava acima dos onze anos de idade.



Fonte: Sindipeças

Diferenciação de produtos

Outro pilar da nossa tese de Marcopolo era a diferenciação de seus produtos. Mesmo já contando com produtos superiores aos de seus concorrentes, a empresa seguia investindo em inovação, auxiliada por uma estrutura de capital mais robusta do que os demais participantes do mercado, e ampliando estruturalmente o *gap* de qualidade versus a concorrência.

Apesar da companhia sempre ter cobrado um prêmio versus os produtos de seus concorrentes, tal diferenciação ficou especialmente evidenciada com o lançamento da linha G8 em meados de 2021, família de produtos que mostrou um grande avanço tecnológico em comparação com a geração anterior. Mesmo com reações estratégicas das concorrentes, como Busscar e Comil, voltadas ao lançamento de novos produtos e *facelift*⁹ de produtos já existentes para competir com o G8, a Marcopolo continua na liderança isolada nos quesitos qualidade e custo-benefício, características que se refletem em uma forte demanda pelos produtos da companhia mesmo com um posicionamento de preço mais *premium*.

Readequações de capacidade produtiva e alocação de capital

A mesma solidez financeira que permitiu com que a Marcopolo seguisse investindo em inovação, também a permitiu realizar movimentos estratégicos como líder e consolidadora de mercado. Assim, em 2016, a Marcopolo finalizou a aquisição de uma de suas concorrentes no mercado interno, a Neobus, empresa com uma planta em Caxias do Sul. Atualmente, a planta adquirida

⁹ *Facelift*: Reestilização.

está focada no atendimento aos segmentos escolares e fretamento, sobretudo através de licitações federais, estaduais e municipais.

A indústria precisou em algum momento se reorganizar para ajustar as estruturas de custo com a realidade de mercado. Em 2016, antes de ser adquirida, a Neobus encerrou as atividades na planta recém-inaugurada de Três Rios – RJ, a Comil entrou em Recuperação Judicial no ano de 2019 e a própria Marcopolo implementou importantes medidas de readequação de capacidade e alocação de capital.

Entre as medidas tomadas pela Marcopolo no mercado doméstico, podemos citar:

- Em 2017, a companhia optou pelo fechamento da planta de Planalto (Caxias do Sul-RS), onde produzia os veículos Volares, passando a produzi-los na planta adquirida da Neobus (Caxias do Sul – RS).
- Em outubro de 2020, a companhia tomou a decisão de interromper as operações na planta de Duque de Caxias-RJ e posteriormente, em 2021, a companhia realizou também a venda do imóvel onde a planta era situada.

No âmbito internacional, a companhia vendeu 7,4% do capital social da canadense NFI Group por BRL 446 milhões em 2016 e otimizou operações deficitárias, reduzindo sua participação na coligada GB Polo, do Egito, em 2017, e vendendo sua participação em uma *joint-venture* na Índia para Tata Motors em 2020. Já em 2021, dando continuidade à reestruturação de suas operações internacionais, a companhia fechou a planta de Buenos Aires na Argentina, transferindo toda a produção para a planta remanescente em Rosário.

Price over volume e retorno sobre capital empregado

Todas as referidas medidas de ajuste na capacidade da Marcopolo em conjunto com ações tomadas por suas concorrentes levaram o setor a um novo equilíbrio competitivo no Brasil. Com uma oferta mais ajustada, uma demanda um pouco mais favorável e um produto ainda mais diferenciado, a Marcopolo começou a recuperar seu poder de barganha com clientes, o que levou à implementação de uma agenda de criação de valor focada no reposicionamento gradual de preços dos produtos, iniciativa essencial para recuperação da rentabilidade da companhia.

Ao longo da última década, a companhia vinha encarando o *tradeoff* entre preço e volume, priorizando o último. Com capacidade ociosa, a companhia abdicava de margem de contribuição para encher a fábrica e diluir custos fixos. Especialmente com o fechamento da planta de Duque de Caxias - RJ, a companhia reforçava uma mudança de estratégia.

Cabe ressaltar que o preço cobrado pela carroceria da Marcopolo corresponde a cerca de 50% do preço unitário de um ônibus, sendo o chassi da montadora responsável pelos outros 50%. Dessa forma, um repasse de 10% no preço da carroceria tornaria o produto final 5% mais caro. Considerando que as companhias do setor faturam em média três vezes o capital investido na operação, este aumento de preço de 10% na carroceria aumentaria o retorno sobre capital empregado em 20%¹⁰.

¹⁰ Considerando uma alíquota de imposto marginal de 34%.

Ocorrido desde o nosso investimento

Impacto do covid na volumetria

Após o vale na demanda por ônibus no mercado interno nos anos de 2015 a 2017, houve um início de retomada em 2018 e 2019 com a aceleração da atividade econômica no país. Esperávamos um ano de 2020 promissor, já que a idade média da frota em circulação estava na sua máxima histórica, aproximando-se dos 11 anos. Essas expectativas passaram a ser compartilhadas por outros participantes de mercado, o que pode ser notado através do preço das ações da companhia, que iniciaram um *rally* ao final de 2019¹¹.

Porém, a pandemia chegou e interrompeu a perspectiva favorável. A baixa repentina na circulação de pessoas fez com que operadores tivessem boa parte de sua frota parada em pátios, levando muitos deles a se desfazerem de ativos através da venda de veículos para o setor de fretamento, que demandou mais ônibus devido às regras de distanciamento social. O prolongamento da pandemia, com sucessivas ondas de contágio, fez com que 2021 ainda fosse um ano bastante desafiador também para as encarroçadoras, intensificado ainda mais por problemas na cadeia de suprimento que levaram a um escassez na oferta de chassis e semicondutores. Apenas em 2022, com a retomada da circulação de pessoas, que a saúde financeira dos operadores passou a melhorar e a demanda por ônibus começou a reagir, seja para renovação da frota ou para recomposição da frota vendida nos períodos mais agudos da pandemia.

A procura por ônibus se intensificou ainda mais no segundo semestre de 2022, já que na virada do ano haveria mais uma troca de motorização do Euro 5 para o Euro 6. A partir do início de 2023, não se poderia mais produzir chassis na versão Euro 5, embora o estoque de chassis produzidos em 2022 ainda pudesse ser encarroçado. Era esperado que tal mudança de motorização impulsionasse os resultados da Marcopolo entre o final de 2022 e início de 2023, o que seria seguido de um certo arrefecimento após a implementação do novo padrão de motorização. Dessa forma, o mercado esperava uma ressaca no segundo trimestre e questionava a magnitude com a qual as vendas voltariam a tracionar.

Os resultados do terceiro trimestre e números setoriais da Fabus¹² para o último trimestre do ano apontam para uma retomada bastante acelerada na produção doméstica, acima do esperado pelo consenso de mercado.

Aumento de preços

A retomada de volumes tem se mostrado cada vez mais importante, pois, em conjunto com os outros fatores mencionados, vem encorajando a companhia a intensificar sua estratégia de precificação. Com uma capacidade reduzida, menor dependência de volume e com o lançamento de uma nova geração de ônibus rodoviários - a Geração 8, que ampliou ainda mais o *gap* de qualidade frente a seus concorrentes - a companhia se encontra numa posição mais

¹¹ As ações da Marcopolo se valorizaram cerca de 73%, entre 30 de setembro de 2019 e 19 de fevereiro de 2020; cotações ajustadas por distribuições: 2,66 - 4,59.

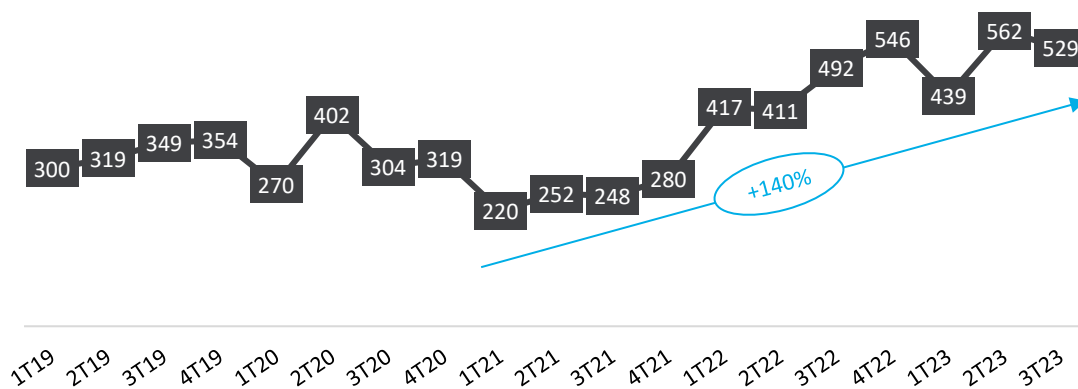
¹² Associação Nacional dos Fabricantes de Ônibus.

forte para reajustar o preço de seus produtos, aumentando significativamente a margem de contribuição de suas vendas.

A mudança de paradigma na estratégia de precificação ficou ainda mais evidente em agosto de 2021. À época, a companhia recusou volumosos pedidos de clientes que barganhavam preço, e optou por dar férias coletivas fora de época nas três plantas produtivas no país, passando uma importante mensagem aos seus clientes.

Dessa forma, além de repassar a inflação de materiais nos últimos anos, a Marcopolo ampliou o prêmio cobrado em comparação com seus concorrentes. Atualmente o preço médio de uma carroceria de um ônibus rodoviário no mercado interno custa cerca de R\$ 550 mil vs. R\$ 330 mil no período pré-pandemia, um aumento de cerca de 67%. Estimamos que o prêmio histórico em relação aos concorrentes tenha saído de cerca de 15% para cerca de 25% no mesmo período de comparação.

Preço Médio Rodoviários (Marcopolo - Mercado Interno) – R\$ mil



Fonte: Marcopolo

Retomada das operações internacionais

Operações internacionais foram um importante detrator de resultados ainda no ano de 2022. O mesmo trabalho realizado no mercado doméstico foi implementado nas demais operações. Argentina e Austrália, em especial, são exemplos de carteiras mais longas de pedidos que passaram a precificar de forma mais contundente a inflação de insumos.

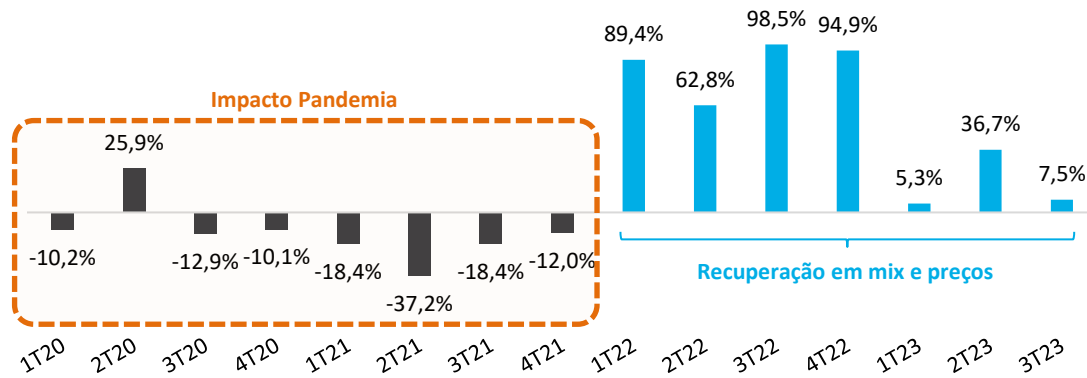
Na Argentina, o fechamento de uma das plantas de Buenos Aires e concentração da produção na planta de Rosario também foi outro fator relevante para que a companhia priorizasse preço sobre volume. Outra operação que vem passando por um processo similar de repasses de preço é a da investida NFI Group, cuja contribuição é reconhecida por equivalência patrimonial.

Mudança de mix

Além da estratégia de *pricing*, outra importante alavanca de melhoria de resultados operacionais foi a mudança de *mix* de produtos no pós-pandemia. Durante o período de *lockdown*, as vendas de ônibus rodoviários ficaram muito concentradas no segmento de fretamento. Ao mesmo

tempo em que o turismo arrefecia, empresas demandaram ônibus para o transporte de funcionários no período de isolamento social, resultando numa concentração de pedidos em ônibus mais leves e de menor valor agregado. Tal efeito de piora de *mix* pode ser visto no gráfico abaixo, ao vermos o preço médio cobrado por carroceria para ônibus ao longo de 2021.

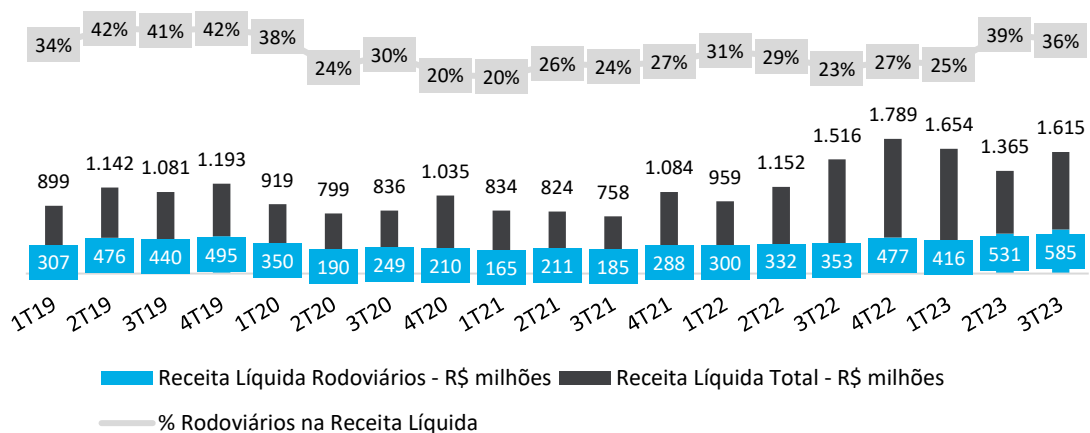
Preço médio de rodoviários (Marcopolo - Mercado Interno) - %
variação vs. mesmo período do ano anterior



Fonte: Marcopolo

Com o fim da pandemia e retomada das linhas de turismo, a Marcopolo começou a registrar uma demanda crescente por veículos rodoviários pesados, produtos de maior valor agregado no qual a companhia consegue cobrar prêmios altos dada a maior diferenciação de seus produtos em relação aos concorrentes e, conseqüentemente, obter margens maiores. Outros fatores relevantes na retomada da demanda pelo turismo rodoviário foram o arrefecimento do desemprego no país concomitante com uma alta expressiva no preço das passagens aéreas. O preço mais competitivo de uma passagem rodoviária somado ao seu maior conforto fez com que linhas rodoviárias apresentassem recorde de circulação nos últimos anos.

Participação do Segmento Rodoviário na Receita Líquida

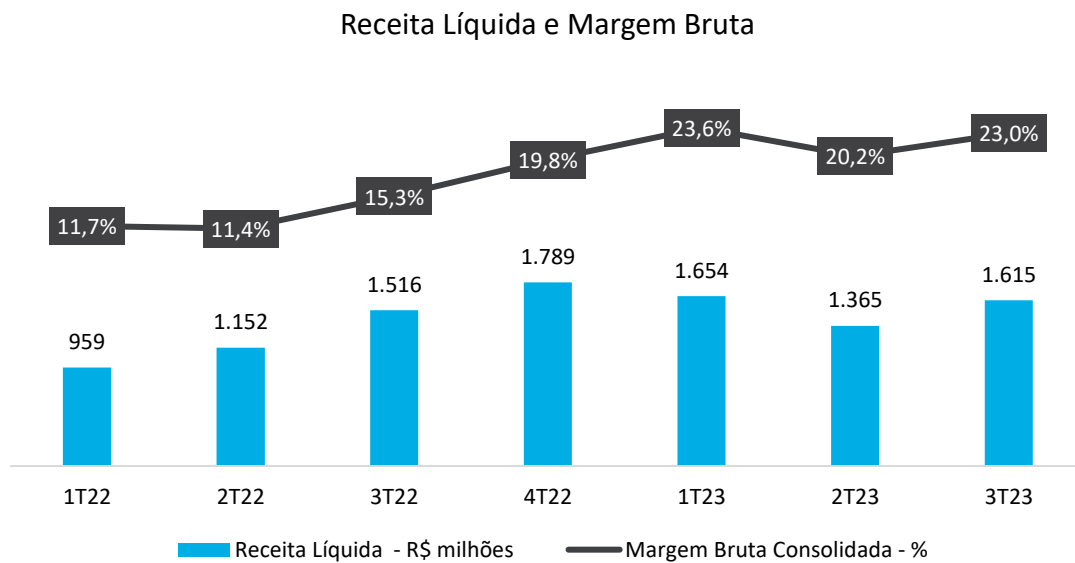


Fonte: Marcopolo

Resultados

Os impactos das medidas tomadas, com fechamento de plantas e diminuição de custos fixos, somados a uma estratégia de precificação mais contundente e uma melhoria de mix, em especial no segmento de rodoviários, se traduziram em importantes melhorias nos resultados operacionais da companhia.

Mesmo no segundo trimestre, com volumetrias mais baixas devido ao término dos estoques de chassis Euro 5, a companhia conseguiu entregar margens robustas, que evidenciam a estratégia de preços acertada, não só no Brasil como em operações internacionais.



Fonte: Marcopolo

Catalisadores

Em adição à boa performance das ações da Marcopolo, acreditamos que a companhia ainda apresenta uma oportunidade de retorno atrativo, ancorada em alguns catalisadores.

Caminho da Escola

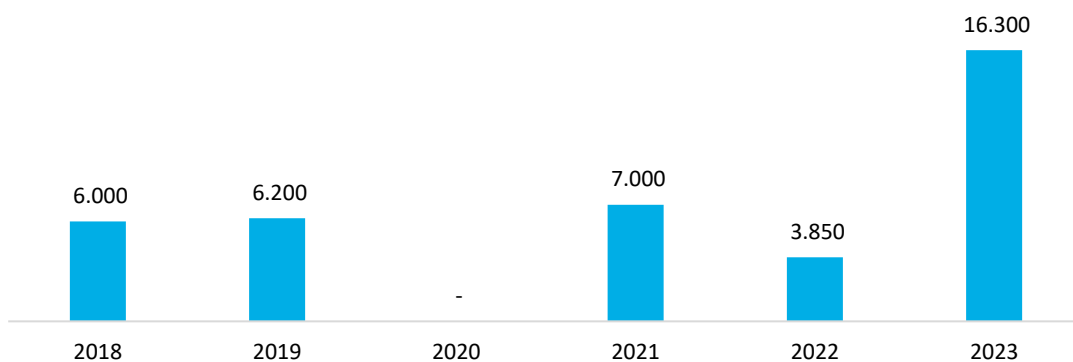
O programa governamental Caminho da Escola, criado no ano de 2007, foi criado pelo governo federal com intuito de promover o transporte de crianças em zonas rurais para o ambiente escolar. Atualmente, estimamos que cerca de 56 mil ônibus do programa estão em circulação em todo o Brasil. O maior volume licitado do programa havia ocorrido em 2012, com um total de 14 mil unidades. Em conversas com a Fabus, a associação apontava que cerca de 17 mil ônibus ainda em circulação teriam mais de 10 anos de idade e que o volume de renovação necessário para manter a idade média da frota em circulação seria em torno de 10 mil unidades anuais.

Em meados de 2023, um novo edital do programa foi lançado (12ª fase do Caminho da Escola) e um novo leilão foi realizado, somando 16,3 mil veículos licitados, recorde histórico. A forte volumetria deve começar a ser entregue a partir de fevereiro de 2024, o que deve ser uma

importante alavanca de rentabilidade para o ano. A Marcopolo ficou com um total de 7.820 veículos, sendo 2.220 Volares e 5.600 Micros (Volares com preços unitários de aproximadamente R\$ 650 mil e micros com preços da carroceria por volta de R\$ 210 mil). Assumindo a entrega do programa inteiro no ano de 2024, teríamos um potencial de faturamento com o Caminho da Escola de R\$ 2,6 bilhões.

Além dos elevados preços unitários indicarem margens bastante saudáveis para o programa, a alta volumetria e seu impacto na ocupação das plantas da companhia deve ser outro fator a potencializar a estratégia de precificação com clientes do segmento privado.

Volume Licitado do Programa Caminho da Escola - unidades



Fonte: Marcopolo e FNDE

NFI Group

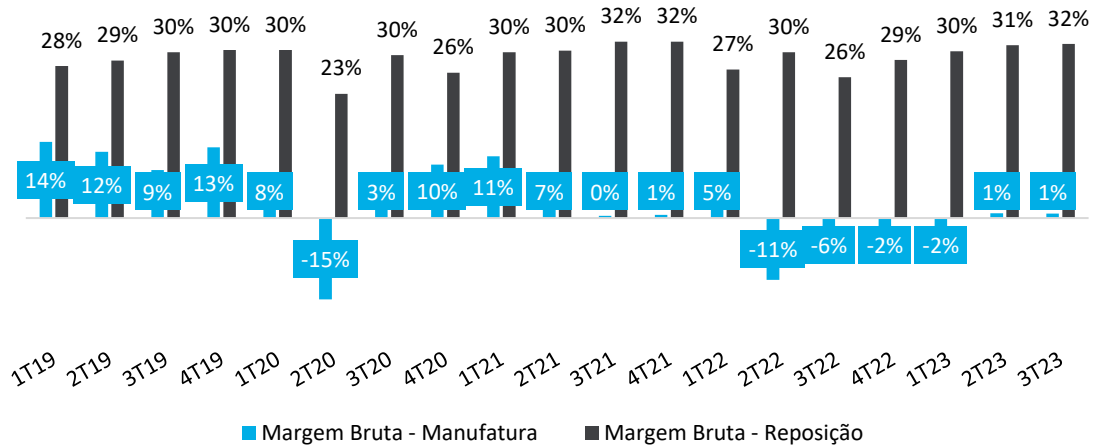
Atualmente, a Marcopolo possui 8,5% do capital social da Canadense NFI Group e reporta seus resultados por equivalência patrimonial. A companhia é listada na bolsa de Toronto e suas ações ao final de 2023 negociavam a CAD 13,69, implicando num valor de mercado de CAD 1,7 bilhão e numa participação da Marcopolo avaliada em R\$ 507 milhões¹³, ou 8% do valor de mercado da companhia, avaliada pelas ações preferenciais.

A NFI Group foi um importante detrator dos resultados da Marcopolo nos anos que sucederam a pandemia. Focada em licitações governamentais, com prazos longos de carteira, as margens da operação foram corroídas por uma inflação de materiais expressivamente acima da prevista inicialmente e embutida na precificação dos contratos. A investida vem apresentando prejuízo líquido nos últimos anos, afetando a lucratividade da Marcopolo.

Pode-se observar o impacto da inflação de materiais na margem bruta da NFI Group, enquanto o backlog mal precificado é consumido. Após quatro trimestres com margem bruta negativa no segmento de manufatura, a investida se aproximou de uma margem zero nos últimos dois trimestres. Na última divulgação de resultados, a companhia indicou que apenas 5% do volume de entregas do primeiro semestre de 2024 serão de contratos legados da pandemia e novas entregas deveriam ser acompanhadas de margens saudáveis, aumentando a rentabilidade da companhia.

¹³ Taxa de câmbio de CAD/BRL 3,6620.

Margem Bruta NFI Group



Fonte: NFI Group

Dito isso, esperamos uma normalização dos resultados da investida, que deve voltar a apresentar lucros e impactar positivamente a companhia. O impacto da equivalência patrimonial da NFI Group nos resultados consolidados da Marcopolo no 2T23 e 3T23 foi de R\$19,3 mi e R\$ 19,2 mi, respectivamente, representando um impacto anualizado de R\$ 77,0 mi. No 4T23, a companhia deve reconhecer um impacto de magnitude semelhante aos trimestres anteriores e esperamos uma melhora já no 1S24.

Em comparação aos resultados recentes, em 2018 a canadense contribuiu com uma equivalência patrimonial positiva de R\$ 74,0 mi e de R\$ 27,8 mi em 2019. Ao final de 2018 e 2019, a Marcopolo detinha 10,8% e 10,5% da NFI Group, respectivamente.

Eletrificação e Attivi

A transição energética no transporte coletivo urbano também deve ser um importante *driver* de incremento de resultados para a companhia. Recentemente, foi anunciada uma linha de financiamento para ônibus elétricos na capital paulista, com financiamento do BNDES de cerca de 2,5 bilhões de reais. A medida visa substituir cerca de 20% da frota a diesel em circulação por ônibus elétricos, representando cerca de 2,6 mil veículos. Esperamos que medidas como essa sejam adotadas em outras capitais do país.

A Marcopolo pode se beneficiar não só apenas produzindo a carroceria para os chassis de outras montadoras, como a BYD, mas também através de sua solução integral própria denominada Attivi.

Estimamos que o valor unitário de um ônibus elétrico seja 3,5 vezes maior do que um movido a diesel e no caso da solução própria – o Attivi - a companhia também faturaria o chassi. O preço médio da carroceria de ônibus urbano vendida pela Marcopolo nos últimos anos foi cerca de R\$ 300 mil e esperamos que o Attivi saia por pouco mais de R\$ 2,0 milhões por unidade, um aumento de preço unitário de cerca de 7,0 vezes.

Remuneração aos acionistas

Por fim, ao contrário do último ciclo acompanhado de aumento de capacidade e investimentos em internacionalização, a companhia vem apontando maiores distribuições aos acionistas, assim como uma maior regularidade dos proventos, retomando os pagamentos trimestrais.

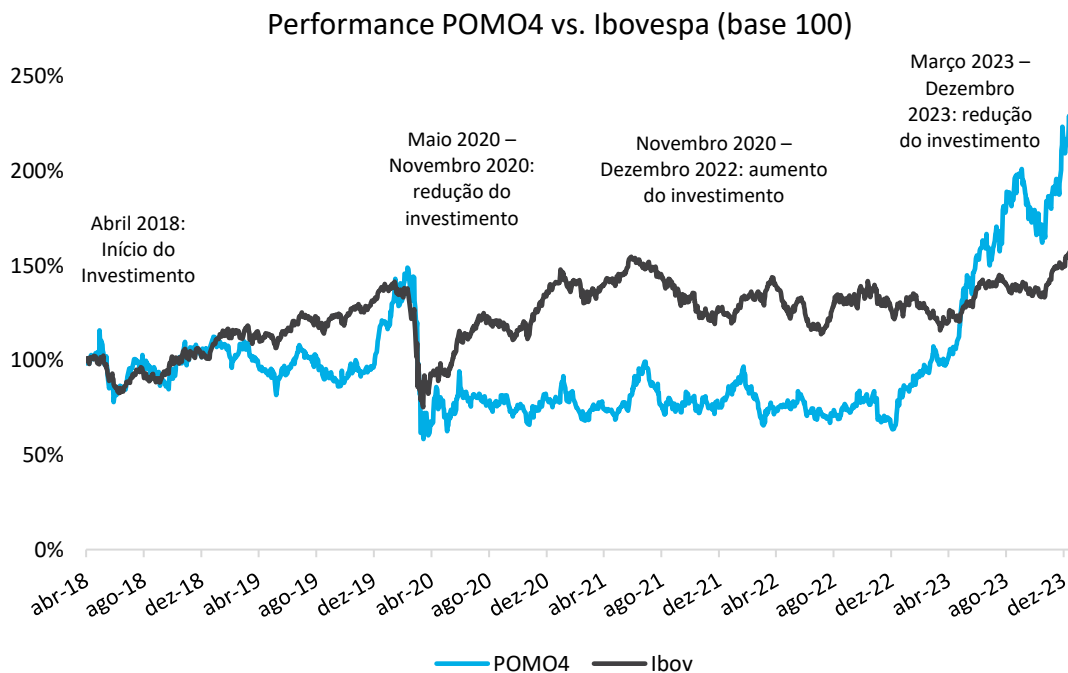
Investimento

Desde o início do nosso investimento, as ações preferenciais de Marcopolo (POMO4) se valorizaram 125,0% vs 58,8% do índice Bovespa. No ano de 2023, a valorização foi de 166,3% vs 22,8% do índice Bovespa.

Iniciamos o investimento em abril de 2018 e ao longo de 2020, dada as incertezas geradas pela pandemia, optamos por uma postura mais conservadora, reduzindo nossa exposição à companhia. Nos anos seguintes, aumentamos gradualmente a posição e intensificamos as compras ao final de 2022, quando as ações de POMO4 atingiram uma mínima, ajustada por dividendos, de R\$1,99. Na ocasião, havia um fluxo vendedor relevante de um de seus acionistas de referência.

Dessa forma, iniciamos o ano de 2023 com cerca de 16% do patrimônio líquido do fundo investido em Marcopolo. Ao final de 2023, as ações de POMO4 negociavam a um preço unitário de R\$7,05 e o investimento representava cerca de 8% do portfólio.

Por fim, o investimento foi um dos principais contribuidores para a performance do fundo em 2023. De um retorno total de 60,6%¹⁴ no período, 16,2% foram atribuídos à Marcopolo.

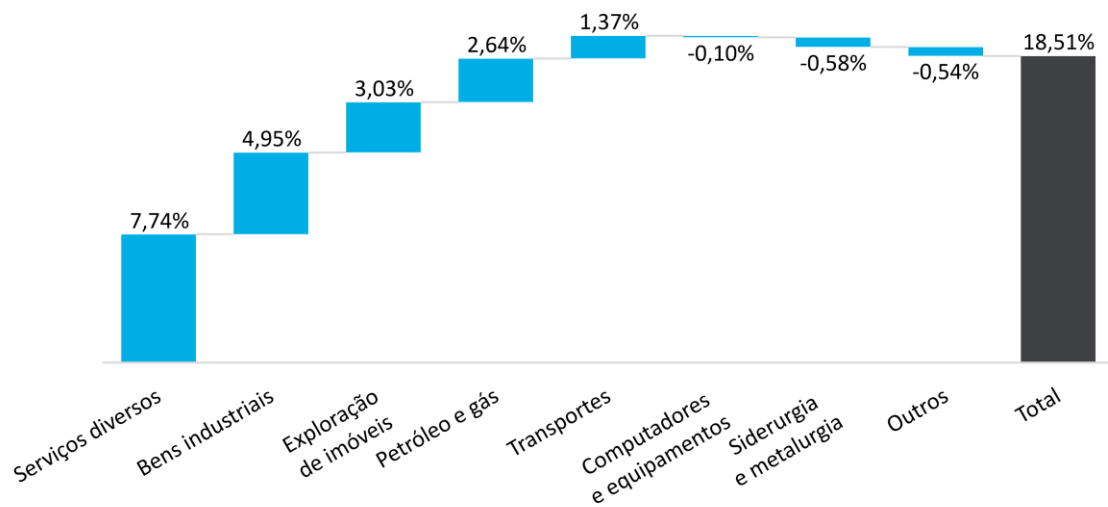


¹⁴ Rentabilidade do Organon FIC FIA no ano de 2023.

Desempenho Semestral

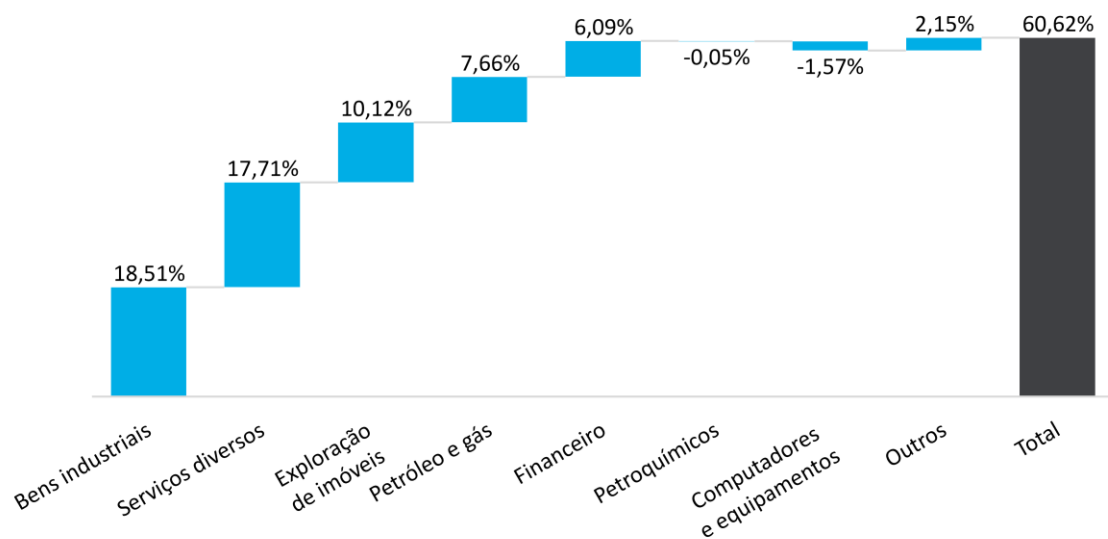
Nesse segundo semestre de 2023, obtivemos um retorno de 18,5%. Em contrapartida, o índice Bovespa teve variação de 13,6%, índice Bovespa Small Cap de 3,4% e o IPCA +5% a.a. acumulou uma alta de 3,8%. No gráfico abaixo, demonstramos a distribuição da performance por setor da nossa carteira de ações durante o segundo semestre. Taxas de administração e performance foram agrupadas na coluna “Outros” do gráfico.

Atribuição de performance por setor econômico - 2S 2023



No acumulado do ano de 2023, obtivemos um retorno de 60,6%. O índice Bovespa teve uma variação de 22,3%, o índice Bovespa Small Cap de 17,1% e o IPCA +5% a.a. acumulou uma alta de 9,8%.

Atribuição de performance por setor econômico - 2023



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 - %
BR Properties	BRPR3	Abr/21 – Set/23	4,44%

BR Properties foi um investimento que completou seu ciclo no portfólio durante o segundo semestre do ano. Realizamos o investimento na companhia em abril de 2021, momento em que o mercado precificava os ativos da BR Properties com um desconto ao valor justo que considerávamos excessivo. Adicionalmente, enxergávamos uma melhoria gradual do ciclo imobiliário e a proatividade da gestão da companhia e dos acionistas controladores em executar um plano de desinvestimento amplo, o que seria um gatilho importante para a redução do desconto entre o valor em bolsa e o valor justo da BR Properties.

Conforme elaboramos em uma de nossas cartas anteriores¹⁵, a companhia foi bem-sucedida em sua estratégia de reciclagem de ativos, realizando a venda de quase todo o seu portfólio de lajes corporativas por R\$ 5,9 bilhões e pagando aproximadamente R\$ 1,1 bilhão aos acionistas através de uma redução de capital. No começo de 2023, realizamos o desinvestimento da posição após os anúncios de uma operação de *spin-off* do portfólio de lajes remanescentes da companhia (distribuição aos acionistas de um fundo imobiliário com participação no Edifício Passeio Corporate e no Edifício Águas Claras) e de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) capitaneada pela GP Investments.

Ainda no primeiro semestre, após a conclusão da OPA e do *spin-off* do fundo imobiliário, as ações da companhia voltaram a negociar em patamares bastante descontados, abaixo da própria oferta realizada pela GP. Enxergávamos a possibilidade de investir novamente na companhia, pagando um preço que refletia apenas o caixa líquido da companhia, sem atribuir valor ao portfólio de cinco galpões logísticos que ainda permaneciam sob propriedade da BR Properties.

Mesmo considerando os valores das contingências judiciais em que empresa estava envolvida, entendíamos que existia uma margem de segurança adequada no investimento, o que nos levou a retomar uma posição comprada na companhia em maio. Nos meses subsequentes, o valor de mercado da BR Properties registrou avanços importantes, convergindo para um *valuation* que acreditávamos refletir de forma mais razoável o perfil de risco e retorno da tese. Com a apreciação das ações e a identificação de melhores oportunidades de alocação no mercado, optamos por realizar o desinvestimento definitivo da posição. Durante 2023, o investimento em BR Properties contribuiu com 2,5% para a performance do fundo no período.

Ao final do segundo semestre de 2023, nosso portfólio contava com posições em 17 empresas e as 10 maiores posições representavam 72% do patrimônio do fundo, conforme nosso princípio de investimento de concentrar a carteira nas ações em que possuímos maior convicção.

A segunda metade do ano de 2023 continuou a ser marcada por uma volatilidade significativa no cenário macroeconômico, especialmente no que tange à economia norte-americana. Durante

¹⁵ <https://www.organoncapital.com.br/files/letter/34/34.pdf>

boa parte do semestre, as expectativas dos agentes econômicos estiveram alinhadas com um cenário mais favorável de *soft landing* para a economia dos EUA. Entretanto, durante o mês de outubro, preocupações relacionadas à resiliência da economia local e uma postura mais conservadora do FED levaram a uma forte abertura da curva de juros norte-americana e, conseqüentemente, a um estresse global nos ativos de risco. O pessimismo registrado no mês foi revertido ao longo de novembro e dezembro, conforme os investidores ajustavam suas expectativas em relação à inflação a partir da evolução favorável de certos indicadores econômicos e a potencial indicação do fim do ciclo de aperto monetário conduzido pelo FED. Nesse cenário mais benigno, os principais índices acionários globais reagiram positivamente, com o S&P 500 registrando uma apreciação de 13,7% nos últimos dois meses de 2023.

No Brasil, as discussões sobre a reforma tributária e iniciativas para redução do déficit fiscal estiveram no radar dos investidores. Mesmo com a aprovação de diversas medidas arrecadatórias nas últimas semanas de 2023, a situação fiscal nacional ainda é incerta e deve continuar sendo um dos principais pontos a serem acompanhados ao longo de 2024. Por outro lado, o ciclo de corte de juros que está sendo implementado pelo Banco Central deve impulsionar a economia, diminuindo os custos financeiros das empresas e dos indivíduos e estimulando o consumo e o investimento.

Mesmo em um ambiente macroeconômico permeado de incertezas e complexidades, continuamos tomando decisões baseados em nossa filosofia de investimentos, que é pautada na análise minuciosa dos fundamentos microeconômicos de cada negócio, prezando sempre por uma margem de segurança em cada tese. Entendemos que nosso diferencial não está relacionado ao *market timing*, mas sim em identificar bons negócios pontualmente mal precificados pelo mercado e que possuam gatilhos de médio e longo prazo que levem a uma convergência entre o preço da ação e o valor intrínseco da empresa. Muitas vezes, essa convergência ocorre gradualmente e, como investidores, precisamos nos mostrar resilientes e pacientes. A paciência combinada com a diligência e disciplina necessárias geram bons frutos, como a maturação da tese de Marcopolo e de outros investimentos discutidos em nossas cartas anteriores é capaz de demonstrar.

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 janeiro de 2024.