

Carta Semestral – 1º semestre de 2025

A primeira metade do ano foi positiva para ativos de risco, tanto no Brasil quanto no exterior. Por aqui, depois de um final de ano com clima de funeral, os preços ficaram tão baixos que o caminho mais provável era mesmo o da subida. Embora os investidores institucionais brasileiros continuem reduzindo alocação em Bolsa e fundos multimercado, os estrangeiros voltaram a buscar alternativas aos Estados Unidos e, com isso, o Ibovespa subiu 15,4%, enquanto o real se apreciou 11,7%, para 5,46.

Lá fora, por conta dessa busca por diferentes regiões, índices da Europa, Japão e China tiveram altas substanciais (24,4%, 12,7% e 22,4%, em dólares, respectivamente). Como mola propulsora, o dólar perdeu 10,7% de seu valor frente as principais moedas (DXY). Ainda assim, empurrados pelas *big techs*, o S&P 500 subiu 6,2% e, o Nasdaq, 8,4%. O primeiro semestre deste ano coincidiu com os primeiros seis meses do Governo Trump 2 e, sem dúvida, suas políticas heterodoxas explicam boa parte desses movimentos.

Enquanto isso, no Brasil, o Governo Lula 3 se arrasta em busca de alguma competitividade nas eleições de 2026. Pode parecer paradoxal que uma economia em pleno emprego, crescendo e com inflação razoavelmente controlada não garanta vantagem substancial ao incumbente, mas o fato é que a maior parte das pesquisas feitas no primeiro semestre (portanto anteriores ao “tarifaço” de Trump) indica popularidade em queda e fadiga com Lula e seus companheiros. É evidente que o tarifaço deu algum fôlego ao Governo, porém, como estamos há mais de um ano do pleito, é provável que até lá tenhamos um postulante de centro-direita verdadeiramente competitivo e preparado para conduzir o país a um novo ciclo de crescimento – além de baixar a temperatura em Brasília e restaurar a harmonia entre os poderes.

Quanto às empresas listadas, continuamos enxergando várias oportunidades com risco/retorno muito atrativo. Sendo repetitivos, há atualmente dezenas de companhias negociadas com desconto substancial a seu valor intrínseco, o que nos dá conforto para seguirmos com o portfólio quase totalmente alocado – mas, como estamos no Brasil, mantemos uma estrutura de proteção para eventuais turbulências.

Apesar do ambiente inóspito, a M|o|S continua crescendo. No primeiro semestre, captamos R\$ 9 milhões para nosso fundo principal (MoS Institucional) e assumimos a gestão de três fundos da Quartzo Capital (que se tornou nossa sócia minoritária e parceira comercial). Com base nesses três fundos, lançaremos uma nova estratégia: *Private Investment in Public Equities*, ou simplesmente *PIPE*. Há tempos desejávamos investir em empresas cujas ações têm baixa liquidez, mas, para isso, precisávamos de um novo veículo, com prazo de resgate mais longo e investidores alinhados. Portanto, a partir deste segundo semestre, passaremos a oferecer o MoS Quartzo *PIPE* para aqueles que, em busca de maiores retornos, estejam dispostos a abrir mão de liquidez no curto prazo.

MoS FIF e MoS Institucional

No primeiro semestre, o MoS FIF subiu 19,7% (MoS Institucional 19,8%), versus 5,8% do IPCA + *yield* IMA-B 5+, 15,4% do Ibovespa e 26,4% do Índice *Small Cap*.

A maior contribuição, 4,5% de impacto, veio de **Yduqs** (das faculdades Estácio e Ibmecc), um investimento de quase 5 anos e que voltou a oferecer uma relação risco/retorno muito atrativa na virada do ano – razão pela qual aumentamos nossa exposição (conforme mencionamos em nossa última carta). Na sequência, nossas empresas financeiras, **B3** (3,6%) e **Itaú** (2,9%), ajudaram bem. Sobre B3, um investimento de quase dez anos, falaremos a seguir. Quanto a Itaú, outro investimento de uma década, comentamos em nossa última carta. Do lado negativo, os *hedges* foram os maiores detratores (-1,3%), algo natural em um mercado de alta. Por fim, falaremos sobre dois novos investimentos: **Suzano** e **SLC**.

MoS FIF	Contribuição para o Fundo	Desempenho do Ativo
	1S25	1S25
Yduqs	4,5%	100,7%
B3	3,6%	43,7%
Itaú	2,9%	40,3%
Eneva	2,2%	29,6%
Energisa	2,2%	40,3%
Guararapes/Riachuelo	2,1%	38,1%
Mercado Livre	1,3%	31,8%
MRV	1,1%	20,0%
Ultra	1,1%	13,6%
PanVel	1,0%	9,0%
Rumo	0,9%	8,4%
Hapvida	0,6%	10,2%
SLC	0,2%	5,0%
Camil	-0,8%	-9,5%
Suzano	-0,8%	-17,1%
Hedges	-1,3%	
Custos & Despesas	-1,2%	
MoS FIF	19,7%	19,7%
IPCA + <i>yield</i> IMA-B 5+		5,8%
Ibovespa		15,4%
Índice <i>Small Cap</i>		26,4%

B3

A B3, principal infraestrutura do mercado financeiro no Brasil, tem reforçado sua resiliência e relevância mesmo diante do aumento da competição e de transformações estruturais nos padrões de intermediação. Embora o monopólio legal da Bolsa tenha sido encerrado há mais de dez anos, a plataforma manteve sua posição dominante por meio de ganhos de escala, eficiência, confiabilidade operacional e profundidade de liquidez. Recentemente, contudo, surgiram novas iniciativas que buscam romper a barreira de entrada e desafiar sua supremacia. Destacam-se, nesse contexto, ATG (Base), CSD e A5X.

Esses concorrentes têm buscado explorar vulnerabilidades pontuais da B3, como produtos alternativos e o custo de negociação e pós-negociação. A Base Exchange se apresenta como uma segunda opção de Bolsa, sediada no Rio, para negociação de ações, cotas de fundo e, posteriormente, derivativos; a CSD mira a vertical de renda fixa, com foco inicial em crédito privado, e pretende oferecer uma solução *full service*, atuando como registradora, depositária e sistema de liquidação; e a A5X, assim com a Base, quer ser uma Bolsa alternativa, contudo, focada em derivativos para pessoas físicas (como os CFDs ou contratos por diferença: instrumentos financeiros que permitem a negociação, entre a corretora e o cliente, da variação dos preços de ativos, como ações, sem precisar possuí-los fisicamente). Apesar de ainda não terem escala, essas iniciativas forçam a B3 a acelerar sua agenda de inovação e eficiência.

Para se defender dessas ameaças e capturar as oportunidades, a empresa contempla no planejamento estratégico disciplina regulatória e inovação tecnológica. Enquanto os novos entrantes buscam aprovações regulatórias e desenvolvimento de infraestrutura, a B3 priorizou o fortalecimento de *co-location* — hoje responsável por 48% do volume de renda variável negociado na Bolsa. Simultaneamente, recursos foram direcionados ao aprofundamento dos mercados de *ETFs* e *BDRs*, lançamento bem-sucedido de derivativos digitais – mais recentemente futuros de Ethereum e Solana – e lançamento de quatro índices de debêntures corporativas, com vistas à futura monetização do negócio de índices de mercado, altamente rentável e atrativo num ambiente com mais de uma Bolsa em operação.

A disciplina operacional e os investimentos realizados permitiram à B3 atravessar o último ciclo de baixa do mercado de ações brasileiro sem grandes dificuldades, preservando retornos atrativos e reforçando sua posição competitiva. A combinação de exigências regulatórias, diversificação de receitas e inovação contínua cria assimetria favorável de risco/retorno: as barreiras à entrada e a escalabilidade da plataforma reduzem as pressões nas margens, enquanto o crescimento de dados, tecnologia e novos derivativos, além de uma eventual retomada no mercado de ações, ampliam o potencial de expansão acelerada do lucro nos próximos anos.

A combinação de recorrência, margem elevada e disciplina na alocação de capital torna a B3 uma empresa altamente geradora de caixa. Nos doze meses encerrados em março de 2025, foram distribuídos R\$ 5,6 bilhões via dividendos e recompras, o equivalente a 8,0% de seu valor de mercado. O retorno sobre capital investido (*ROIC*) permanece na casa dos 20%, com tendência de alta estrutural devido à natureza *asset-light* do negócio e à baixa necessidade de capital incremental para sustentar o crescimento. O *valuation* abaixo da média histórica – 12x lucro – não captura os ganhos de eficiência e os efeitos da diversificação em curso, especialmente se considerada uma normalização nos volumes de renda variável.

Portanto, acreditamos que mesmo diante de uma competição mais acirrada, a B3 continua oferecendo uma proposta de valor atrativa, com crescimento operacional descolado do ciclo e potencial de aceleração em momentos de maior apetite por risco. Sua posição estratégica, combinada com capacidade de execução, distribuição de proventos e nível atual de *valuation* nos dá conforto para mantermos uma posição relevante na companhia.

Rumo

Nosso investimento em Rumo completou 8 anos e continua sendo um dos pilares do portfólio. Desde o primeiro semestre de 2023, quando falamos pela última vez sobre ele, a companhia avançou na execução de seu plano estratégico, com destaque para o aumento de tarifas implementado em 2024, que representou um avanço importante da tese.

Esses aumentos de preço elevaram as margens a patamares mais alinhados com a qualidade dos ativos e com o retorno esperado desde o início do investimento. A margem *EBITDA* da Operação Norte, principal ramal, atingiu 65% no 2T25, o que evidenciou a capacidade da Rumo de capturar valor a partir de sua base operacional — ainda que a maturação plena da tese dependa da execução do ciclo de crescimento em andamento.

O principal vetor de expansão continua sendo a extensão da Malha Norte até Lucas do Rio Verde. O projeto, com conclusão da primeira fase prevista para 2026, deve adicionar cerca de 18 milhões de toneladas de demanda incremental ao portfólio até 2034, dado o aumento da capilaridade no maior polo agrícola do país.

A companhia também vem reavaliando seu portfólio, com proposta de devolução da Malha Oeste, revisão da estratégia para a Malha Sul e uma alocação de capital cada vez mais concentrada nos ativos de maior retorno. O foco crescente na Operação Norte melhora a eficiência, reduz a volatilidade e direciona os esforços para os ativos mais estratégicos.

Apesar da execução consistente e da melhora estrutural de rentabilidade, suas ações seguem negociadas com desconto relevante. Atualmente, a Rumo é precificada a 6x EBITDA 2025, desconto de 40% em relação ao histórico — nível que não reflete o novo patamar de margem nem o potencial de crescimento. Estimamos uma TIR real de IPCA + 14% ao ano para o investimento, refletindo um perfil de risco atrativo diante da qualidade dos ativos, da previsibilidade de demanda e da escala já alcançada.

Projetos de infraestrutura exigem tempo para maturar, e a combinação de ativos de alta qualidade, ciclo de investimentos avançado e estrutura tarifária redimensionada nos dá confiança de que a Rumo está posicionada para destravar muito valor nos próximos anos.

Suzano

Com mais de 100 anos de história, a Suzano é a maior produtora global de celulose de eucalipto, com capacidade instalada de 13,4 milhões de toneladas anuais. Sua trajetória é marcada por expansões orgânicas, disciplina operacional e movimentos estratégicos de grande impacto. Um dos mais relevantes foi a aquisição da Fibria, em 2019, quando a Suzano — então menor — realizou uma transação emblemática que consolidou sua liderança mundial, ampliando significativamente sua escala e eficiência operacional.

Sua barreira competitiva é evidente: uma base de ativos de primeira linha, com oito fábricas muito bem localizadas — todas próximas a portos ou conectadas por ferrovias —, uma base florestal de 1,7 milhão de hectares plantados, logística integrada própria (incluindo frota dedicada de 10 navios) e uma genética de eucalipto que garante produtividade de 41 m³/hectare/ano, entre as mais altas do mundo. Essa estrutura garante uma posição recorrente no primeiro quartil de custo da indústria (US\$ 405/tonelada), assegurando rentabilidade mesmo com preços mais baixos.

A execução também é um diferencial. Grandes projetos, como a nova fábrica de Ribas do Rio Pardo (capacidade de 2,6 milhões de toneladas e investimento de R\$ 22 bilhões), têm sido conduzidos com rigor na alocação de capital e foco em retorno. Além disso, a diversificação para segmentos como papel cartão, *tissue* (papéis absorventes) e produtos de base renovável reforça o potencial de geração de valor no longo prazo, ao mesmo tempo em que reduz a volatilidade do fluxo de caixa.

O mercado de celulose de eucalipto passa atualmente por um ciclo de baixa, influenciado pela entrada em operação de novas linhas e pelo arrefecimento do consumo na China. Naturalmente, esse cenário favorece produtores de baixo custo, como a Suzano, que mantém geração de caixa positiva e reforça sua vantagem competitiva em relação a concorrentes menos eficientes. O preço

em dólares da celulose de fibra curta (eucalipto) na China está 22% abaixo da média dos últimos cinco anos, enquanto na Europa tem um desconto de apenas 3% em relação ao mesmo período. Essa assimetria reforça que os preços globais ainda não refletem uma normalização do ciclo.

Recentemente, a volatilidade causada por especulações em torno de novas aquisições pressionou as ações da Suzano, criando uma oportunidade para iniciarmos o investimento. A preços atuais, a companhia negocia a 1,2x capital investido, desconto de 20% em relação ao histórico. Em nossa avaliação, esse nível de preço não reflete a qualidade dos ativos, a resiliência do modelo de negócios nem a perspectiva de normalização dos preços de celulose no médio prazo.

SLC

A SLC se consolidou como uma das maiores e mais eficientes produtoras agrícolas do mundo, com atuação em algodão, soja e milho. Desde o IPO em 2007, a companhia teve crescimento anual de 11% na área plantada e de 20% no EBITDA, mantendo margens elevadas e disciplina na alocação de capital.

O retorno sobre o patrimônio reforça a qualidade do modelo: nos últimos cinco anos, o ROE médio foi de 23%, sendo 14% provenientes da apreciação das terras (crescimento de 14% ao ano desde 2007) e 9% das operações agrícolas (*farming*); além disso, mantém programas robustos de dividendos e recompra de ações. A estratégia de crescimento combina áreas próprias e arrendadas (38% e 62%, respectivamente), com foco na expansão em regiões maduras com alto potencial produtivo e conversão de pastagens.

Sua vantagem competitiva é sustentada por escala, eficiência operacional e integração vertical. A companhia é referência global em produção agrícola, operando em áreas de elevada produtividade e mantendo margens robustas ao longo de diferentes ciclos de *commodities*. Essa superioridade no *farming* é reforçada por práticas de manejo avançadas, uso intensivo de tecnologia e expansão contínua em regiões maduras com alto potencial de rendimento. De forma complementar, o segmento de sementes vem crescendo de forma consistente, com margens atrativas e integração à operação principal, ampliando a captura de valor sem desviar o foco da atividade central.

A agricultura digital e a expansão planejada da irrigação — especialmente na Bahia — reforçam a resiliência produtiva e a estabilidade de geração de caixa no longo prazo, além de agregar valor à base de terras da companhia.

Mesmo em um cenário de preços mais baixos para algodão e soja, a SLC mantém margens saudáveis e avança em produtividade, diversificação e eficiência. Acreditamos que sua posição em terras de alta qualidade, combinada à execução consistente e à alavancagem operacional da irrigação e das sementes, sustenta uma tese de investimento robusta. Por fim, vemos a companhia negociada a 1,1x capital investido, desconto de 10% em relação ao histórico, o que incentiva o início da posição.

MoS Global

No primeiro semestre, o MoS Global caiu 9,0%. A variação do dólar (-12,2%) explica toda a queda. Em dólares, o fundo subiu 3,6%, versus 2,3% do CPI + TIPS 10Y. A maior contribuição positiva veio de *Pershing Square*, nossa principal posição, com 1,3 ponto percentual. Do lado negativo, os *hedges* tiraram 0,7% e, o *Russell 2000*, 0,1%.

Os primeiros seis meses do Governo Trump 2 foram muito agitados. Embora os mercados tenham terminado o semestre em alta, abril – na esteira do anúncio da nova política tarifária dos Estados Unidos – foi um mês de volatilidade extrema, com o VIX passando de 50 (hoje em 15) e o S&P 500 baixando dos 5.000 pontos (hoje em 6.400). Há tempos nosso portfolio está mais

defensivo, com 30% em caixa (*T-Bills*) e alguns *hedges*, o que nos ajudou a passar com tranquilidade por aqueles dias mais turbulentos. Aliás, aproveitamos a oportunidade para aumentar nossa alocação: em março tínhamos 33% em caixa e, ao final de abril, 22%. Porém, com o avanço das negociações tarifárias e a persistente robustez da economia americana (particularmente das *big techs*), os preços se recuperaram rapidamente e, já em junho, o S&P tinha voltado ao nível máximo do ano. Portanto, voltamos a ter um terço do fundo em caixa e *hedges*.

Quanto aos dois terços alocados em *ETFs*, dados os altos *valuations* da Bolsa americana e a imprevisibilidade da administração Trump, optamos por reduzir mais um pouco a exposição aos Estados Unidos – atualmente 61% da carteira – e aumentá-la em outras regiões, notadamente Japão (17%), Europa (15%) e China (7%). Com isso, acreditamos que o portfólio fica com melhor relação risco/retorno, exposto a diferentes regiões e moedas e, ainda, com alto nível de caixa para aproveitar uma eventual correção nos mercados.

MoS Global	Contribuição para o Fundo	Desempenho do Ativo
	1S25	1S25
<i>Pershing Square</i>	1,3%	11,4%
<i>T-Bills</i>	0,6%	2,1%
<i>S&P Financials</i>	0,5%	9,1%
<i>FTSE Europe</i>	0,5%	24,4%
<i>S&P 500</i>	0,5%	6,1%
<i>MSCI Japan</i>	0,5%	12,7%
<i>Nasdaq 100</i>	0,4%	8,2%
<i>FTSE China 50</i>	0,1%	22,4%
<i>Russell 2000</i>	-0,1%	-0,1%
<i>Hedges</i>	-0,7%	
Custos & Despesas	-0,4%	
Dólar (BMF 2 dias)	-12,2%	-12,2%
MoS Global	-9,0%	-9,0%
MoS Global em Dólares		3,6%
CPI + TIPS 10Y em Dólares		2,3%

MoS Long Biased

No primeiro semestre, o MoS Long Biased subiu 6,6%, versus 15,4% do Ibovespa e 6,6% do IPCA + *yield* IMA-B 5+. Na composição do retorno, a carteira de ações Brasil subiu 17,7% e adicionou 11 pontos percentuais, enquanto o portfólio de renda fixa contribuiu com 1,6. Na ponta contrária, o principal detrator de retorno foi a estratégia de *hedge*, com subtração de 4,4 pontos. A carteira de ações Global também foi detratora de performance em 0,7.

A alocação setorial, definida a partir do nosso modelo *top-down*, teve impacto negativo relativo de 0,4%. Mesmo com uma exposição próxima à do Ibovespa, nossa opção por não carregar posições nos setores de comunicação e tecnologia, ao mesmo tempo em que mantínhamos maior exposição ao setor de óleo & gás, foi mais que suficiente para neutralizar a contribuição positiva da leve sobre-exposição a consumo discricionário e a sub-exposição a materiais básicos, penalizando a performance relativa frente à alta generalizada do índice.

Por outro lado, a seleção de ativos adicionou 2,5% de retorno excedente ao *benchmark*, com destaque para posições nos setores de utilidades públicas e, principalmente, financeiro – este último, sozinho, contribuiu com um retorno excedente de 2,4%. Do outro lado, as carteiras nos setores de saúde e bens industriais foram as principais detratoras relativas de desempenho, puxadas por Hapvida e pela opção por Weg em detrimento de Embraer.

A alta volatilidade, combinada com uma recuperação consistente do Ibovespa, emitiu sinais frequentes de proteção, o que acabou onerando o retorno do fundo. O desempenho da estratégia de *hedge* – que subtraiu 4,4 pontos – foi aquém do esperado, dado que o modelo preserva capital em ciclos adversos, mas impôs um custo relevante em um mercado de alta sustentada. Ainda assim, seguimos convictos da importância dessa disciplina no longo prazo, buscando ajustes que aumentem a eficiência do portfólio em cenários como este.

A seleção de ativos segue como principal gerador de retorno excedente e, portanto, continuaremos priorizando esse diferencial. No entanto, reconhecemos que, diante do atual estágio do ciclo de mercado, o fator alocação setorial tende a ter papel mais relevante no resultado do fundo nos próximos doze meses. Por isso, seguiremos ajustando gradualmente nossa abordagem *top-down* e os sinais quantitativos, buscando capturar movimentos cíclicos sem renunciar à disciplina de proteção de capital.

MoS Long Biased	Contribuição para o Fundo	Desempenho
	1S25	1S25
Financeiro	6,6%	44,7%
Utilidades Públicas	3,5%	36,6%
Consumo Discricionário	1,4%	44,1%
Consumo Essencial	0,3%	4,1%
Imobiliário	0,3%	34,2%
Saúde	0,1%	10,2%
Bens Industriais	-0,3%	-3,5%
Materiais Básicos	-0,3%	-2,7%
Petróleo & Gás	-0,6%	-3,5%
Ações - Global	-0,7%	
Renda Fixa	1,6%	
Hedges	-4,4%	
Custos & Despesas	-1,0%	
MoS Long Biased	6,6%	6,6%
Ibovespa		15,4%
IPCA + <i>yield</i> IMA-B 5+		6,6%

Apesar do retorno abaixo do Ibovespa no semestre, o fundo manteve sua função central de preservação de patrimônio. Continuamos comprometidos em aprimorar nossos processos para entregar uma relação risco/retorno atrativa no médio e longo prazo.

Caso tenha alguma dúvida, entre em contato conosco.

Obrigado pela confiança,

M|oS Capital

+55 11 2173-6453

ri@moscapital.com.br

www.moscapital.com.br



As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Caso o índice comparativo de rentabilidade utilizado neste material, não seja o parâmetro objetivo do fundo (benchmark oficial), tal indicador é meramente utilizado como referência econômica. Para obter informações sobre o uso de derivativos, conversão de cotas, objetivo e público-alvo, consulte o prospecto e o regulamento de cada fundo. Verifique a data de início das atividades destes fundos. Para avaliação da performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses.