

Carta Semestral – 2º semestre de 2025

2025 terminou em tom positivo para os ativos de risco. No Brasil – como na maioria dos mercados emergentes –, o fluxo de investimento estrangeiro se manteve e, com isso, o Ibovespa fechou o ano subindo 34,0%, o real se apreciou 12,5% (para R\$ 5,50) e a curva de juros fechou 200 pontos na média.

Os investidores seguem buscando alternativas aos Estados Unidos, seja pelas políticas erráticas do Governo Trump, seja pela preocupação com o crescimento da dívida pública – o que, como bem sabemos aqui no Brasil, compromete a capacidade de expansão sustentada do PIB do país, além de gerar inflação.

Apesar disso, graças principalmente às grandes empresas de tecnologia norte-americanas, o S&P 500 e o Nasdaq fecharam 2025 subindo 16,4% e 20,2%, respectivamente. Por outro lado, o dólar perdeu valor em relação às outras principais moedas (DXY): depreciação de 9,4% no ano – o que explica 3/4 da apreciação do real.

Por ora, as eleições presidenciais de 2026 no Brasil parecem não ter entrado na pauta dos investidores, particularmente dos estrangeiros. Ou, de outra forma, os estrangeiros parecem não ver uma eventual reeleição de Lula como um evento de alto risco, diferentemente dos investidores locais. Aliás, os resgates nos fundos de ações no Brasil atingiram um novo recorde em 2025: R\$ 54,5 bilhões (R\$ 79,4 bilhões se excluirmos a captação líquida em veículos para investimento no exterior); ou seja, embora os estrangeiros sigam comprando Brasil, os locais continuam preferindo o conforto do CDI e de estratégias afins.

A 8 meses do pleito, Lula segue favorito, mas sua situação não indica uma vitória tranquila, pois seu índice de rejeição segue sendo o maior de todos os presidenciáveis (à exceção de Jair Bolsonaro, que não pode concorrer). Ou seja, tudo indica que passaremos os próximos meses sem uma visão clara de quem será nosso próximo presidente.

Nossa visão é que algum tipo de ajuste fiscal será mandatório a partir do ano que vem. Naturalmente, esse ajuste será menor se Lula for reeleito e maior caso um candidato de direita/centro-direita seja o vencedor. O que parece estar cada vez mais claro em Brasília – até mesmo para o PT – é que a capacidade de endividamento do Brasil está se esgotando e, portanto, caso se insista nesse caminho, colheremos baixo crescimento e inflação alta no futuro próximo.

Acreditamos que as companhias em que investimos são capazes de gerar retornos atrativos, ajustados pelo risco, em qualquer cenário. Porém, este nem sempre é o caso quando analisamos períodos mais curtos, em que os fluxos de capital se sobrepõem aos fundamentos empresariais. Isso explica nosso desempenho abaixo do esperado nos últimos tempos: de um lado, os estrangeiros têm comprado tudo aquilo que é mais líquido na Bolsa, do outro, os locais continuam vendendo/resgatando, tanto o que é líquido quanto o que é ilíquido. Nesse ambiente, nosso portfólio, composto tanto por empresas com ações de alta quanto de baixa liquidez, acaba tendo uma performance inferior à do índice – o que não significa que o retorno que esperamos para ele não continue suficiente atrativo. É uma questão de tempo para que ele se materialize.

MoS FIF e MoS Institucional

Em 2025, o MoS FIF subiu 23,8% (MoS Institucional 24,0%), versus 10,3% do IPCA + yield IMA-B 5+, 34,0% do Ibovespa e 30,7% do Índice *Small Cap*.

A maior contribuição, 5,2% de impacto, veio de **Eneva**, tese que detalhamos logo abaixo. Na sequência, **Guararapes/Riachuelo** (sobre a qual falaremos adiante) e **Itaú** tiveram contribuições importantes (4,1% e 3,8%). Comentamos sobre o banco em nossa carta do segundo semestre de 2024 e o que podemos acrescentar é que ele teve mais um ano de crescimento robusto de lucro (+13,1%), com retorno sobre patrimônio atrativo (23,4%). Do lado negativo, **Hapvida** foi o destaque – analisada em detalhe nesta carta. Os *hedges* também contribuíram negativamente (-2,2%), algo esperado em um mercado de alta. Por fim, falaremos sobre **PanVel**, há algum tempo um de nossos principais investimentos.

MoS FIF	Contribuição para o Fundo	Desempenho do Ativo
	2025	2025
Eneva	5,2%	91,6%
Guararapes/Riachuelo	4,1%	98,5%
Itaú	3,8%	63,1%
PanVel	3,6%	39,2%
Ultra	3,6%	44,3%
Yduqs	3,3%	55,2%
B3	3,3%	37,2%
Energisa	2,8%	54,0%
MRV	2,5%	46,7%
SLC	0,1%	-0,5%
Camil	0,1%	-0,1%
Mercado Livre	-0,1%	2,6%
Suzano	-0,4%	-14,9%
Rumo	-1,0%	-13,7%
Hapvida	-3,7%	-56,0%
Caixa & Outros	1,4%	
<i>Hedges</i>	-2,2%	
Custos & Despesas	-2,4%	
MoS FIF	23,8%	23,8%
<i>IPCA + yield IMA-B 5+</i>		<i>10,3%</i>
<i>Ibovespa</i>		<i>34,0%</i>
<i>Índice Small Cap</i>		<i>30,7%</i>

Eneva

Eneva foi a principal contribuição para a performance do fundo no ano, validando nossa leitura de que o mercado precificava de forma excessivamente pessimista uma companhia que é, em essência, um pilar de estabilidade para a matriz elétrica do país.

O setor elétrico brasileiro vive uma "ressaca das renováveis". Após anos de expansão acelerada das fontes eólica e solar, o sistema enfrenta o desafio da intermitência: a geração cai justamente nos momentos de pico de demanda (início da noite). Nesse cenário, a necessidade de energia térmica firme e despachável deixou de ser uma alternativa para se tornar uma obrigação sistêmica. A Eneva, com seu portfólio de ativos flexíveis e de rápido acionamento, é a empresa mais bem posicionada para capturar esse valor, atuando como a âncora que garante a segurança do suprimento nacional.

Ao eliminar o "custo de fricção" do transporte de gás, a Eneva fica com uma estrutura de custos incomparável. Enquanto competidores dependentes de gasodutos lutam contra margens estreitas, a Eneva obtém taxas de retorno de até 30% sob as mesmas condições de preço. Essa vantagem competitiva torna a reconstrução de seus ativos um evento de altíssima probabilidade técnica.

Embora o mercado esteja com o foco no Leilão de Reserva de Capacidade (LRCAP), enxergamos a vida da companhia muito além de março de 2026. A tese otimista é reforçada por um *pipeline* de projetos que garantem crescimento para os próximos anos:

- novas fronteiras de gás: o potencial de exploração em novas bacias, como a do Paraná, oferece uma opcionalidade de expansão do modelo *reservoir-to-wire* (R2W) para regiões com alta demanda industrial
- infraestrutura de gás natural liquefeito (GNL): a consolidação do *hub* de Sergipe e a expansão da malha de GNL de pequena escala permitem à Eneva monetizar sua reserva de formas variadas, reduzindo a dependência exclusiva dos leilões de energia
- geração de caixa: o fluxo de caixa robusto dos contratos atuais permite uma desalavancagem acelerada, abrindo espaço para novos ciclos de investimento

Negociada a uma taxa interna de retorno de IPCA+8%, a Eneva une proteção patrimonial com um potencial de valorização atrativo. Acreditamos que a escassez de projetos no país aumenta o valor estratégico dos ativos da companhia, tornando-a uma tese central para quem busca exposição ao setor de infraestrutura e energia com alta margem de segurança.

Guararapes/Riachuelo

Nossa última menção sobre Guararapes/Riachuelo foi no primeiro semestre de 2024. Naquele momento, nos concentramos nas expectativas sobre o novo *management*: no varejo, ele poderia utilizar melhor os ativos da empresa e, na financeira, os resultados poderiam ser mais robustos? Notamos que ao longo de alguns meses uma nova diretoria foi formada, com um perfil mais alinhado ao ciclo de investimentos planejado. A Guararapes/Riachuelo precisava investir em tecnologia de *supply chain*, modernizar sua fábrica e crescer seu *e-commerce* para ganhar competitividade. Vimos vários pontos positivos no fechamento de 2024, como maior volume de peças produzidas na fábrica (+33%) – parte da estratégia de verticalização –, EBITDA de R\$ 400 milhões na financeira (o dobro de 2023), indicando inflexão nesse segmento, e geração de caixa de R\$ 910 milhões, o que confirmou a força do negócio, ao reduzir endividamento sem um ambiente macroeconômico favorável. Essa evolução de resultados nos deu maior convicção para continuarmos com uma posição relevante em 2025.

Nos trimestres seguintes, a empresa passou a ser mais assertiva sobre os ajustes que faria em seu modelo de negócios. Ficou claro que no futuro próximo ela não operaria mais o Midway Mall, dadas as diferenças estruturais em relação às lojas e à financeira, e percebemos maior atenção à rentabilidade por meio de mais esforços em moda. Confirmando o discurso, a companhia conseguiu entregar crescimento importante de margem bruta no vestuário por meio da maior verticalização (maior utilização da fábrica), organização do time de coleções e melhora de gestão de estoques com novas iniciativas de abastecimento. Ao final do ano, a Guararapes/Riachuelo fez seu primeiro *Investor Day*. Nesse evento, tivemos a percepção de que o processo de melhoria iniciado em 2024 continuará nos próximos anos, pois existe uma grande oportunidade em “clusterização” de lojas, evolução de margem bruta com o maior diferencial competitivo da fábrica ainda não totalmente otimizada e um ciclo novo de aberturas de lojas Riachuelo. Outro ponto importante é o crescimento

da carteira de empréstimos pessoais da Midway Financeira, que ficou alguns anos estagnada e mostra em 2025 um aumento de 20%, pois internamente a empresa voltou a focar mais o crédito com sua ampla base de clientes e lançar novos produtos.

Em alocação de capital, finalmente vimos a gestão melhorando a estrutura da empresa com a venda do *shopping* por um *valuation* atrativo (R\$ 1,6 bilhão = R\$ 24,7 mil por m²). Essa transação gerou muito valor aos acionistas, pois a empresa decidiu distribuir R\$ 1,5 bilhão (quase 30% do valor de mercado). Essa decisão reforça o foco operacional do *management* desde sua chegada e mostra que a empresa tem forte geração de caixa para continuar executando seu ciclo de investimentos, o que vem se traduzindo em melhores resultados. Dado que a companhia está sendo negociada a 8x lucro e com tendência de resultados crescentes, consideramos essa uma das melhores relações risco-retorno do nosso portfólio.

Hapvida

Escrevemos sobre Hapvida pela última vez no início de 2024. Naquela época, víamos o setor de saúde com alta probabilidade de melhora de lucratividade, tanto pelo menor crescimento dos custos (por menor utilização na base relativa) como também por reajustes saudáveis de preços. Optamos por nos posicionar na empresa pelos fundamentos do seu modelo de negócio, que, por ser mais verticalizado, permite maior controle de custos e melhora progressiva da qualidade do serviço. Além disso, estávamos considerando que o final da integração com a NotreDame Intermédica (NDI) daria condições para a Hapvida acelerar seu crescimento orgânico. O ano de 2024 nos mostrou melhorias tímidas de receita, sinistralidade e atividade comercial. Os reajustes foram em linha com o necessário para reequilíbrio econômico dos contratos e a sinistralidade-caixa caiu principalmente por esse aumento de preços, e não por maior uso de rede própria e venda de planos integrados.

Comercialmente, continuamos a notar evolução apenas no Norte/Nordeste e uma atuação muito volátil, com pequenas e médias empresas (PMEs) perdendo relevância e altas taxas de cancelamento. A companhia atribuiu parte da performance comercial à situação macroeconômica, em que contratos em regiões específicas foram descontinuados. Uma parte relevante dos investimentos foi concentrada em sistemas necessários para integração com a NDI, com o objetivo de avaliar melhor indicadores de qualidade sobre os clientes atendidos.

O tema da judicialização apareceu novamente e, como destaque, podemos citar o acordo histórico com o Governo Federal que pacificou parte substancial do saldo de Ressarcimento ao SUS e Multas ANS. Foram resolvidos passivos registrados na dívida com um impacto líquido no resultado de R\$470 milhões.

Em 2025, a empresa começou mais integrada em termos operacionais e informou que seu próximo ciclo de investimentos incluiria expansões robustas em número de hospitais e clínicas com foco no aumento da verticalização. Achamos condizente com o plano estratégico do negócio.

No primeiro semestre, a empresa apresentou uma dinâmica semelhante à de 2024, com ganhos de receita explicados por preços mais altos, sem mudanças de margens e endividamento estável. Entretanto, no resultado do terceiro trimestre percebemos uma piora na entrega operacional em

algumas linhas, como perda de beneficiários gerada pela dura competição no Sudeste e sinistralidade maior devido aos custos e despesas com novos ativos ainda não ocupados.

A Hapvida mostrou que seu ciclo de investimentos é mais longo do que esperávamos quando montamos nossa posição, pois o preenchimento dos hospitais e clínicas depende significativamente de uma atividade comercial consistente com as praças operadas, o que estava sendo pouco efetivado pela empresa. A forte recompra de ações feita após esses resultados nos indicaram que a administração acredita que a maturação do plano de investimentos vai propiciar um negócio mais rentável e menos volátil comercialmente ao longo dos anos.

Atualmente, vemos o mercado precificar a tese sem crescimento orgânico e nenhum ganho de margem, pagando muito pouco pelo crescimento de lucros da Hapvida em um horizonte de alguns anos. Como discordamos desse cenário, continuamos com uma posição pequena em nosso portfólio e elencamos que a capacidade comercial da empresa no Sudeste e a gestão de ativos recém-construídos serão variáveis cruciais para melhora dos resultados operacionais. Se a companhia for eficaz nesses pontos, o retorno deste investimento deve ser substancial.

PanVel

Somos acionistas da Panvel desde o segundo semestre de 2021. A empresa nos chamou atenção pela consistência na combinação entre abertura de lojas, crescimento de receita e geração de caixa. De lá para cá, a PanVel enfrentou desafios externos como a continuidade da pandemia e as enchentes no Rio Grande do Sul, que causaram impacto no ritmo de abertura de lojas, no capital de giro e na maturação da relação *omni-channel* com os clientes. A companhia conseguiu atravessar esses eventos mostrando essa mesma consistência e ainda entregou melhorias substanciais do seu modelo de negócio com os investimentos em logística, eficiente integração *e-commerce* com *app* próprio e fechamento da unidade de atacado, que não gerava sinergias tangíveis com o varejo. Tudo isso nos mostrou efetiva resiliência.

Os outros aspectos que ganharam importância na nossa tese de investimento foram: crescimento da marca própria no segmento de Higiene & Beleza, o potencial de ganho de *market share* relevante em SC e PR e o novo mercado de canetas emagrecedoras (GLP-1) no Brasil. Os Produtos Panvel continuam fortalecendo o diferencial competitivo, já chegando a mais de 18% das vendas de Higiene & Beleza. Com a estratégia de marca própria, a PanVel tem maior rentabilidade que os competidores nesse segmento, atrai público de diferentes faixas etárias e cria maior recorrência de compra, melhorando a venda média por loja. Estamos animados com os avanços na marca própria, que já contabilizava 1.177 itens (*SKUs*) ativos no final de setembro de 2025. A marca própria em Higiene & Beleza aproxima mais a empresa do cliente final, pois esse segmento permite um entendimento mais amplo das tendências de consumo, e a dinâmica de compra não é igual à dos medicamentos prescritos, OTC e genéricos, por frequência e valor percebido. Isso é essencial para o avanço em *market share*, principalmente em SC e PR, onde a empresa tem 7% de participação. Em poucos anos, acreditamos que a PanVel atingirá 10%, pois opera melhor que seus principais concorrentes regionais, atualmente mais endividados e com estrutura corporativa menos voltada à inovação.

Outro tema relevante é o mercado de GLP-1 no Brasil. Esses medicamentos cada vez mais são usados para tratar obesidade/estética ao invés de apenas diabetes. O crescimento das vendas tem sido substancial e em poucos meses essa categoria passou de 1-2% para 9-10% da receita das maiores varejistas farmacêuticas do país. Destacamos que a PanVel deve ganhar valor na cadeia com o crescimento deste mercado, pois a empresa possui vantagens em gestão de capital de giro e capilaridade regional, conseguindo atender a demanda mais prontamente que redes menos estruturadas. O mercado de GLP-1 no Brasil, embora mostrando grande crescimento relativo, ainda é pequeno em volume (apenas classe A e parte da B) e mais concentrado em moléculas/fabricantes. Com o desenvolvimento deste mercado vemos um *profit pool* ainda não explorado e não refletido nas ações da PanVel.

Finalmente, resumimos a nossa tese de investimentos em uma empresa resiliente operacionalmente, pouco endividada, que continua aumentando seu diferencial competitivo, pode abrir 40-50 lojas por ano e com crescimento auxiliado por uma dinâmica setorial. As ações da PanVel negociam a 10x lucro e, dado que projetamos crescimento de lucro em torno de 20% para os próximos anos, essa continua sendo uma das principais posições do fundo.

MoS Global

O MoS Global encerrou o ano com retorno de -1,0% em reais. O resultado foi determinado quase integralmente pela depreciação de 11,1% do dólar frente ao real. Quando isolamos o efeito cambial e observamos o desempenho em dólares, o fundo subiu 11,3%, superando com folga o *benchmark* (CPI + TIPS 10Y), que entregou +4,6%.

2025 foi marcado por episódios de alta volatilidade, com destaque para o anúncio da nova política tarifária norte-americana em abril, que derrubou os mercados. Graças ao nosso posicionamento defensivo (caixa em *T-Bills* e *hedges*), atravessamos as turbulências com tranquilidade e utilizamos a liquidez para aumentar exposição nos momentos de pânico, capturando a recuperação subsequente dos preços.

A diversificação geográfica e a seleção de ativos provaram-se acertadas diante dos múltiplos elevados nos Estados Unidos.

O destaque foi nossa maior posição, *Pershing Square*, que se valorizou 37,5% e contribuiu com 4,4 pontos percentuais para o resultado do fundo. A decisão de reduzir a concentração nos Estados Unidos em favor de outras regiões se pagou. As alocações em *FTSE Europe* (+35,8%) e *MSCI Japan*

MoS Global	Contribuição para o Fundo	Desempenho
	2025	2025
<i>Pershing Square</i>	4,4%	37,5%
<i>MSCI Japan</i>	1,2%	25,8%
<i>FTSE Europe</i>	1,2%	35,8%
<i>S&P 500</i>	1,2%	17,7%
<i>Russell 2000</i>	1,1%	12,7%
<i>Nasdaq 100</i>	1,1%	20,8%
<i>T-Bills</i>	1,0%	4,1%
<i>S&P Financials</i>	0,6%	14,9%
<i>FTSE China 50</i>	0,4%	28,9%
Custos & Despesas	-1,0%	
<i>Hedges</i>	-1,0%	
Dólar	-11,1%	
MoS Global	-1,0%	-1,0%
<i>MoS Global em Dólares</i>		11,3%
<i>CPI + TIPS 10Y em Dólares</i>		4,6%

(+25,8%) superaram os índices norte-americanos e, juntas, agregaram 2,4 pontos percentuais de retorno.

Mesmo com a redução tática, nossa exposição a *S&P 500*, *Nasdaq 100*, *Russell 2000* e *S&P Financials* contribuiu positivamente, somando 3,5 pontos percentuais ao resultado. A posição em China também agregou valor (+0,4 ponto percentual).

A segunda metade de 2025 trouxe a normalização que esperávamos. A confirmação do pouso suave da economia norte-americana e o início do ciclo de cortes de juros pelo *Fed* no último trimestre suavizaram os receios com o ambiente macroeconômico.

Entramos em 2026 mantendo a cautela. Dado o *valuation* ainda elevado da Bolsa americana e a imprevisibilidade da administração Trump, seguimos com um portfólio globalmente diversificado e um nível de caixa elevado. Essa configuração nos permite buscar retorno em regiões e temas descontados enquanto aguardamos novas oportunidades para alocar capital em ativos de qualidade.

MoS Long Biased

O *MoS Long Biased* encerrou 2025 com rentabilidade de 12,1%. Para fins de comparação, o *Ibovespa* avançou 34,0% no mesmo período e, o *IPCA + yield IMA-B 5+*, 10,3%.

Na atribuição de performance, a carteira de Ações Brasil foi o principal vetor positivo, com alta de 27,9% e contribuição de +18,0 pontos percentuais. Contudo, esse retorno ficou 6 pontos percentuais abaixo do *Ibovespa*. Nossa alocação tática foi acertada ao manter exposição neutra nos setores Financeiro e de Utilidades Públicas, combinada com a sobre-alocação em Consumo Discricionário. Por outro lado, a performance relativa foi penalizada pelo excesso de exposição ao setor Industrial e pela seleção de ativos nos setores de Consumo Essencial e, principalmente, Saúde.

MoS Long Biased	Contribuição para o Fundo	Desempenho
	2025	2025
Eneva	3,6%	91,6%
Vale	2,8%	49,3%
Bradesco	2,1%	62,2%
B3	2,0%	37,2%
Energisa	1,8%	54,0%
Itaúsa	1,8%	58,4%
Guararapes/Riachuelo	1,2%	98,5%
Sabesp	1,0%	63,4%
MRV	1,0%	46,7%
Ações - Outros	0,8%	
Ações - Global	0,3%	
Renda Fixa	2,9%	
Hedges	-7,2%	
Custos & Despesas	-2,0%	
MoS Long Biased	12,1%	12,1%
<i>Ibovespa</i>		34,0%
<i>IPCA + yield IMA-B 5+</i>		10,3%

Nas demais estratégias, o livro de Ações Global teve contribuição neutra (+0,3 ponto percentual), com a valorização dos ativos sendo anulada pela apreciação do Real. A carteira de Renda Fixa adicionou 2,9 pontos percentuais, embora a exposição a juros reais (NTN-Bs) tenha resultado em performance inferior ao CDI. Na ponta negativa, a estratégia de *Hedge* foi o principal detrator,

subtraindo 7,2 pontos percentuais do resultado, reflexo de uma exposição vendida média de 21%, ligeiramente acima do nível neutro, em um ano de forte alta da Bolsa.

Olhando para frente, alteramos nossa postura no segundo semestre de 2025. Diante da estabilização dos indicadores de atividade e inflação e de um cenário prospectivo mais favorável para os juros, voltamos a ampliar os desvios setoriais em relação ao Ibovespa. Acreditamos que a alocação setorial será o fator determinante para o resultado nos próximos doze meses.

Portanto, seguiremos ajustando gradualmente nossa abordagem *top-down* e os sinais quantitativos para capturar esses movimentos cíclicos, sem renunciar à disciplina na proteção de capital, mantendo o compromisso de entregar uma relação risco/retorno atrativa no longo prazo.

Caso tenha alguma dúvida, entre em contato conosco.

Obrigado pela confiança,

M|o|S 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.