

Rio de Janeiro, 21 de agosto de 2025

“Successful investing professionals are disciplined and consistent and they think a great deal about what they do and how they do it.”

“Investing isn't about beating others at their game. It's about controlling yourself at your own game.”

Benjamin Graham

Prezados cotistas,

Teses de investimento frequentemente levam mais tempo para se materializar do que gostaríamos – por mais bem fundamentadas que sejam. A distância entre preço e valor pode permanecer ampla por anos, sustentada por ciclos de mercado, modismos ou simples desatenção. Em paralelo, erros de análise ocorrem com assiduidade mais alta do que idealizamos: são inerentes a uma atividade que lida com probabilidades e a incerteza incontornável sobre o futuro.

Separar o joio – movimentos de mercado baseados em eventos circunstanciais – do trigo – fontes estruturais de valor – demanda disciplina e foco na gestão do portfólio. Naturalmente, a recorrente instabilidade macroeconômica no Brasil coloca um tempero adicional nesses testes de convicção a que está submetido o investidor. O cotidiano de uma gestora de recursos se caracteriza, portanto, por reconsiderar continuamente suas oportunidades de investimento, diariamente afetadas pelo desenrolar de fatos novos e por variações de preços. Esse também é o caso em nossa empresa, e acreditamos que contar com uma base estável de cotistas de longo prazo nos ajuda a manter a racionalidade em tal processo.

Adicionalmente, períodos desafiadores prolongados, como o vivenciado pelo mercado acionário local, por vezes, levam algumas organizações a estender suas reavaliações para questões mais “estruturais”. Na Squadra, em nossas reflexões periódicas, buscamos revisitar certos princípios que nos norteiam e verificar como eles têm se manifestado na condução da empresa:

Time e Partnership: Seguimos essencialmente com a mesma equipe de gestão e análise, que mistura sócios com muita experiência em investimentos e um grupo de jovens talentos forjados na nossa cultura. Sempre tivemos atenção especial a mudanças na equipe. Desde o começo, estabelecemos como meta ter zero *turnover*, pois julgamos que essa é a base para a longevidade de uma gestora.

Encontrar alguém com talento e resiliência alinhados ao nosso DNA é raro. Quando isso acontece, inicia-se um processo de treinamento longo e rigoroso. Após essa fase, estende-se um período adicional para que o time desenvolva plena confiança no “novo investidor”, formado internamente. Esse ciclo é essencial, mas só se completa quando há estabilidade na equipe. A rotatividade interrompe essa jornada, reduz a produtividade das interações e, por consequência, compromete todo o processo de investimento.

Orgulha-nos o fato de o time estar unido por tanto tempo – vários trabalhando juntos há mais de 17 anos.

Foco em Equities Brasil: Mantivemos o foco em ações de companhias nacionais; nunca desviamos disso, mesmo diante de tentações, especialmente nos momentos de desânimo que frequentemente afetam o investidor especializado em Brasil. A razão é simples e direta: vantagem competitiva.

Não acreditamos que seremos bem-sucedidos de forma consistente investindo em Nvidia ou em negócios cuja compreensão pouco se beneficie do nosso conhecimento acumulado sobre companhias brasileiras. Pelo contrário, preferimos avançar cada vez mais naquilo que consideramos o diferencial da Squadra: a profundidade de análise dessas empresas.

Nossa experiência indica que a capacidade de encontrar oportunidades de investimento promissoras está relacionada à insistência em ir fundo em nossas pesquisas. Afinal, no nível mais superficial, o conhecimento é amplamente disseminado – uma verdadeira commodity.

Investimentos Short: Prosseguimos com a obsessão por identificar modelos de negócios em decadência, contabilidades agressivas, empresários desalinhados e ações sobrevalorizadas que possam se traduzir em oportunidades de investimento *short*.

Não foi diferente no ano de 2024; porém, desta vez, não tivemos habilidade suficiente para identificar um robusto portfólio vendido, que poderia ter ajudado o fundo em meio à performance negativa da bolsa local no período.

Podemos garantir aos senhores que não pretendemos alterar nossa maneira de investir. Seguiremos, com convicção, aperfeiçoando-nos no conhecimento sobre os negócios brasileiros. Continuamos a acreditar que a profundidade das análises nos fará descobrir nuances que ajudarão a diferenciar valor de preço. Por trás dessa regra, está a crença de que, no longo prazo, em qualquer campo em que haja probabilidades envolvidas, devemos focar no processo e não no resultado de curto prazo. *Time will tell*.

“Know what you own and know why you own it.”

Peter Lynch

Os testes de convicção citados no início exigem, acima de tudo, uma compreensão acentuada dos negócios em que investimos. Nosso portfólio permanece com grau de concentração razoavelmente elevado e focado em empresas de qualidade, negociadas a valuations atrativos.

Desde a nossa comunicação enviada há um ano, os fundos passaram por uma considerável montanha-russa: queda notável no 2º semestre de 2024, seguida de recuperação no 1º semestre de 2025. No acumulado do período (julho/24 a junho/25), os fundos apreciaram de forma modesta: +9,5% (Long-Biased) e +8,6% (Long-Only).

Nesse intervalo, tivemos companhias cuja evolução foi desfavorável em relação ao que pensávamos, resultando em quedas de suas ações, acompanhadas de reduções de nossa percepção sobre seu valor – abordaremos alguns desses erros de análise nesta carta. Contudo, a maior parte das empresas da carteira prossegue com boa performance operacional, crescimento de faturamento e margens saudáveis. Além disso, um grupo importante dessas companhias executou bem-sucedidas alocações de capital inorgânicas e programas de *buyback* dignos de aplausos – fazendo-nos reavaliar para cima seu valor intrínseco por ação.

Nas últimas cartas, temos feito referência a essa combinação de valuation atrativo e qualidade do portfólio como a nossa “boia”. Desta vez, optamos por fazer um mergulho adicional e dividir a carteira *long* dos fundos em categorias de negócios com características semelhantes. Em cada uma delas, procuramos fornecer métricas simplificadas que julgamos relevantes para a avaliação do investimento, bem como comentar evoluções recentes e perspectivas. Além disso, abrimos espaço para contar algumas histórias criadoras de valor protagonizadas pelos gestores das empresas em que investimos. Seguimos construtivos em nossa visão *bottom-up* do portfólio e animados com determinadas alocações de capital que o ambiente de negócios brasileiro tem possibilitado.

Nossa Performance

Ano	Squadra Long-Biased	Squadra Long-Only	Ibovespa	IBrX	Benchmark estratégia Long-Biased
2008*	-20,3%	-29,6%	-38,0%	-37,5%	9,1%
2009	98,7%	157,8%	82,7%	72,8%	10,5%
2010	21,9%	30,7%	1,0%	2,6%	12,2%
2011	12,6%	-0,8%	-18,1%	-11,4%	12,9%
2012	10,1%	16,6%	7,4%	11,5%	12,1%
2013	8,2%	6,6%	-15,5%	-3,1%	10,5%
2014	2,6%	0,1%	-2,9%	-2,8%	12,9%
2015	-1,5%	-5,9%	-13,3%	-12,4%	17,2%
2016	29,4%	32,2%	38,9%	36,7%	14,0%
2017	16,0%	21,3%	26,9%	27,5%	9,0%
2018	39,4%	30,9%	15,0%	15,4%	9,1%
2019	35,5%	45,7%	31,6%	33,4%	9,6%
2020	12,2%	5,1%	2,9%	3,5%	7,9%
2021	-8,6%	-14,6%	-11,9%	-11,2%	14,5%
2022	10,4%	-4,6%	4,7%	4,0%	11,4%
2023	40,8%	39,8%	22,3%	21,3%	10,9%
2024	-20,5%	-22,3%	-10,4%	-9,7%	10,9%
2025-1S	30,7%	28,7%	15,4%	15,2%	6,5%
Últimos 60 meses**	79,0%	37,3%	46,1%	46,1%	76,4%
Anualizado	12,3%	6,5%	7,9%	7,9%	12,0%
Desde o início**	1.126%	909%	129%	193%	567%
Anualizado	15,6%	14,3%	4,9%	6,4%	11,6%

* A partir de 31/março/2008, quando se iniciam os fundos da Squadra

** Até 30/junho/2025

Em 2024, o fundo Squadra Long-Biased (LB) caiu 20,5%, enquanto o Squadra Long-Only (LO) desvalorizou 22,3%. O *benchmark* da estratégia Long-Biased¹ foi positivo em 10,9% e o Ibovespa, principal índice de bolsa do Brasil, apresentou queda de 10,4%. No primeiro semestre de 2025, os fundos Long-Biased e Long-Only valorizaram 30,7% e 28,7%, respectivamente. O *benchmark* do LB apreciou 6,5%, enquanto o Ibovespa subiu 15,4%.

Em nossa última carta, havíamos ressaltado que um desempenho como o de 2023, com a quase inexistência de perdas em um ano-calendário, era raro de acontecer. Já 2024 acabou se mostrando justamente o oposto de 2023, resultando em performances negativas relevantes dos fundos. O primeiro semestre de 2025 foi a parte ascendente da “montanha-russa” que comentamos na seção anterior, com a recuperação do mercado acionário contribuindo para ganhos de ambas as estratégias.

No Squadra Long-Biased, como já comentamos em outras ocasiões, as posições *short* são decorrentes de uma abordagem *bottom-up*, que tem por objetivo gerar retornos em termos absolutos. Por

¹ IPCA+X% a.a., sendo o fator X definido no último dia útil de cada ano para o ano subsequente, utilizando a média aritmética das taxas indicativas diárias dos títulos que compõem o IMA-B 5+ dos meses de outubro, novembro e dezembro. Do início do fundo até março de 2013, o fator X era fixo em 6% ao ano. O fator X foi definido em 5,7% em 2024 e 6,8% em 2025.

essa razão, o tamanho desse portfólio varia ao longo do tempo. Após um período com pouca exposição *short* na composição do fundo, identificamos certas oportunidades ao longo do primeiro semestre de 2025 e voltamos a ter um portfólio vendido de tamanho moderado. Dado que pensamos nossa estrutura e dedicamos muitos esforços para que investimentos *short* sejam uma fonte de valor para nossos clientes, naturalmente temos a expectativa de que essas novas ideias resultem em ganhos para o fundo.

Não obstante, considerando os retornos prospectivos favoráveis que enxergamos nos investimentos atuais, enfatizaremos nesta carta especialmente o nosso portfólio *long*.

No dia a dia da bolsa de valores, ocorrem transações de mercado secundário. Ações em circulação trocam de mãos entre acionistas, sem que as companhias interfiram diretamente ou haja qualquer impacto em seus caixas ou valores intrínsecos.

No entanto, há situações em que as empresas interagem no mercado de compra e venda. O exemplo clássico são as captações primárias, em que as companhias vendem novas ações, se capitalizando com o dinheiro proveniente da oferta. Trata-se de um dos benefícios mais evidentes de se possuir um mercado de capitais robusto: permitir o encontro entre poupadores e empresários, estes últimos que vão efetivamente empregar os recursos na economia real, promovendo o progresso econômico. Dado o desânimo e a baixa demanda por ações brasileiras, esse tipo de captação primária tem sido bastante incomum nos anos recentes.

Algumas companhias, porém, vêm atuando na outra ponta: comprando seus próprios títulos a preços atraentes para posteriormente serem cancelados. Dessa forma, reduzem seu número de ações em circulação, aumentando a participação econômica dos acionistas remanescentes em seu resultado consolidado.

Os últimos 12 meses foram marcados por oscilações relevantes no humor de *Mr. Market*. Em paralelo, alguns investidores, mesmo de longo prazo, se cansaram de anos de *underperformance* e decidiram reduzir ou abandonar seus investimentos em negócios brasileiros – tanto em ações listadas em bolsa quanto em ativos operacionais. Razões para lamentar? Para a administração de certas companhias, representaram oportunidades, muito bem aproveitadas.

Felizmente, empresas em que investimos têm se beneficiado desse ambiente para executar alocações de capital importantes e que geram incrementos significativos no valor intrínseco que enxergamos para suas ações. Em tempos em que muitos se queixam dos fluxos de resgates e da saída de recursos do Brasil, perguntando-se quem seria o comprador marginal, foram as próprias companhias que estavam sólidas e agiram.

Nas próximas páginas, ao percorrermos nosso portfólio *long*, os senhores serão testemunhas de algumas histórias que se enquadram nesse contexto. Vamos lá.

Portfólio Long

Em 30 de junho de 2025, ao dividir o portfólio em categorias de negócios com características semelhantes, encontramos a seguinte composição:

Setor	Squadra Long-Biased	Squadra Long-Only
Distribuidoras de Energia Elétrica	26%	26%
<i>Financials</i>	20%	23%
<i>Commercial Properties</i>	7%	8%
Produtora de Petróleo	9%	9%
Setores Diversificados	25%	27%
Total Long	87%	93%

Como se pode constatar no quadro acima, a carteira *long* de nossas duas estratégias de investimento se encontra bastante semelhante. No Long-Only, os demais 7% dos recursos para totalizar 100% da composição do fundo estavam investidos em ativos de renda fixa com remuneração atrelada ao CDI (“Caixa”). No Squadra Long-Biased, a composição final é um tanto mais complexa. Além da parcela em Caixa, possuímos um portfólio *short* e posicionamentos não muito expressivos em *hedges* e determinados *pair trades*. Na sequência, abordamos cada uma das categorias destacadas na tabela.

Distribuidoras de Energia Elétrica

Não é de hoje que a distribuição de energia ocupa um lugar de destaque em nosso portfólio. Ao longo de praticamente toda a trajetória da Squadra, a Equatorial, tema frequente nas cartas aos cotistas, manteve-se como a principal posição dos fundos. Agora, ao somarmos com o investimento em Energisa, outra referência em excelência operacional no setor, alcançamos a maior alocação histórica nesse segmento.

A capacidade dessas empresas de gerar ótimos retornos sobre o capital investido, aliada ao ritmo ainda acelerado de expansão de suas concessões de distribuição, é parte fundamental da tese de investimento. Nossa expectativa de manutenção da rentabilidade elevada apoia-se em dois pilares: (i) a convicção de que a gestão de ambas as companhias – lideradas por Augusto Miranda e Ricardo Botelho, respectivamente – continuará acima da média setorial; e (ii) a confiança de que os contratos e a regulação do setor seguirão sendo respeitados, incentivando a busca por qualidade e premiando as empresas que prestarem o serviço adequado da forma mais eficiente.

Nesse contexto, vale destacarmos três eventos regulatórios recentes que reforçam nossa avaliação. Primeiramente, está em curso a renovação antecipada dos contratos de distribuidoras com concessões vincendas, em um formato mais robusto e moderno, com mitigação de riscos para o operador e sem ônus adicional para as companhias – cenário que sempre defendemos na tese de investimento.

Em paralelo, a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) aprovou uma mudança no cálculo de perdas da rede de distribuição, passando a considerar o crescimento exponencial verificado nos últimos anos da geração distribuída – essencialmente, instalação de painéis solares em residências e unidades de pequeno porte. Isso resultou em uma revisão das tarifas mais coerente com a nova realidade e contribuiu para a recuperação da rentabilidade dos operadores.

Por fim, a ANEEL, após um longo período de debates com o setor, atualizou a metodologia de reconhecimento dos custos operacionais, propondo alterações com base técnica e sem grandes rupturas ao modelo de regulação por incentivos adotado desde o início do século. Enquanto alguns participantes de

mercado enxergaram como “*music slowing down*”, entendemos que a regulação revisada mantém a sinfonia em compasso adequado, premiando a continuidade na prestação de serviço e a eficiência das melhores concessionárias.

Esses três eventos, aliados a outras mudanças observadas nos últimos anos, reforçam nossa confiança de que o segmento de distribuição de energia no país é gerido de forma institucional, com refinamentos contínuos ao longo do tempo, independentemente do ciclo político. Tranquiliza-nos constatar que uma regulação em pleno funcionamento se configura como um verdadeiro ganha-ganha. Enquanto nós, investidores, somos atraídos para realizar aportes substanciais em busca de retornos apropriados, a sociedade se beneficia diretamente de empresas motivadas a expandir sua rede e a aprimorar a qualidade para o cliente.

Sem os mais de R\$ 14 bilhões investidos pelas distribuidoras de Equatorial e Energisa apenas em 2024 (e que se somam a outras dezenas de bilhões nos anos recentes), não teríamos uma rede capaz de sustentar o fornecimento de energia necessário para impulsionar a economia. Como exemplo mais emblemático, o consumo de eletricidade no Mato Grosso, principal concessão detida pela Energisa, apresentou sólido crescimento de 5,3% ao ano na última década.

Tampouco presenciariamos melhorias tão expressivas no nível de serviço. Em 2018, as companhias distribuidoras do Piauí e de Alagoas deixaram de ser estatais e passaram para a gestão competente da Equatorial Energia. Em um desenvolvimento capaz de agradar tanto os amantes da iniciativa privada como os defensores do papel regulador do Estado, a duração média dos eventos de interrupção de eletricidade recuou quase 50%. Os consumidores de energia (e seus eletrodomésticos) agradecem.

Finalmente, com os temas mencionados acima devidamente endereçados, nossa percepção de risco setorial reduziu-se ainda mais, resultando em maior confiança nas projeções para os próximos anos. Esse quadro, aliado ao retorno real implícito nas ações dessas companhias – superior a 12% e 15%, respectivamente em Equatorial e Energisa –, patamar que encontramos poucas vezes desde a fundação da Squadra, nos permite manter uma posição mais concentrada no segmento.

Financials

Este componente da carteira está razoavelmente diversificado entre companhias do setor financeiro. Com base nas cotações de encerramento do mês de junho e na participação detida pelos fundos da Squadra em cada empresa, este portfólio negocia a 11x o lucro projetado para os próximos 12 meses (9% de *earnings yield*). Os avanços das receitas e dos lucros têm sido expressivos: após um semestre já reportado, estimamos crescimento de 26% nos resultados do ano fechado de 2025. Esse desempenho positivo das empresas em que investimos tem sido suportado tanto por ganhos importantes de participação de mercado como por expansões sequenciais de rentabilidade.

Para a construção da tabela resumida abaixo, consideramos o portfólio de *Financials* do fim do último semestre e assumimos que o número de ações detidas de cada companhia tivesse se mantido constante desde o início de 2023. Definimos como base 100 as receitas do ano de 2023 e os lucros apresentados estão normalizados pelo que a Squadra julga serem lançamentos contábeis extraordinários, tanto negativos como positivos.

Ano	2023	2024	2025E
Receitas	100	120	141
YoY		20%	18%
Lucros Normalizados	18	25	32
YoY		45%	26%
ROE	15%	20%	22%

No quadro anterior, verifica-se que este portfólio apresenta um retorno sobre patrimônio tangível (ROE²) de 22%. Trata-se de um indicador pertinente porque (i) evidencia a rentabilidade obtida no capital atualmente detido por cada instituição; e (ii) é comumente usado como uma aproximação da taxa de retorno futura a ser obtida pelo capital adicional empregado no crescimento de seus negócios.

Em todo o mundo, o setor financeiro está sujeito à extensa regulação. Um de seus pontos centrais é a exigência de um patrimônio próprio mínimo para cada instituição, proporcional ao tamanho de sua carteira de crédito e demais operações. Banqueiros sensatos há muito perceberam que a boa conduta sugere manter um nível de capital razoavelmente acima do mínimo regulatório, o que contribui tanto para a percepção de solidez como para a solidez de fato – ambas importantes – da sua organização. Na Squadra, temos uma estimativa interna de quanto é esse capital “sensato” que cada companhia deveria almejar ao longo do tempo.

Dado esse contexto, outro traço em comum entre as empresas em que investimos é a alta robustez financeira – a ponto de seus patrimônios hoje inclusive superarem esse patamar “sensato”. Ainda que o capital excedente possa se revelar especialmente valioso em momentos de instabilidade (*spoiler*: assunto a seguir), sua remuneração tende a ser inferior à tipicamente observada em atividades bancárias, por ficar aplicado em títulos públicos. Ao segregarmos o patrimônio “em excesso”, o retorno do capital efetivamente operacional (“ROE do negócio”) do nosso portfólio se mostra ainda mais elevado: alcança 25%. Neste nível, não resta dúvida: crescer gera valor!

Quando olhamos para frente, os ganhos de participação de mercado dessas empresas devem prosseguir por vários anos, bem como a expansão para novos produtos dentro do vasto universo dos serviços financeiros. Já incrementos de rentabilidade adicionais são (bem) mais incertos. O ciclo de crédito foi benigno no passado recente e, apesar de algumas exceções notórias, os retornos do setor se encontram em patamares superiores ao que suspeitaríamos quando começou o florescimento das *fintechs*. O movimento de desconcentração bancária tem sido mais consistente do que a pressão nos *economics* da categoria. Até o momento. Esses são pontos de vigilância constante.

Dentro deste segmento, a maior contribuição positiva para os fundos nos últimos 12 meses foi o banco digital Inter, sobre o qual escrevemos no ano passado, e que, por suas dinâmicas próprias, acreditamos que seguirá com ganhos paulatinos de *market share* e de rentabilidade. Por essa razão, combinada ao valuation favorável, continua sendo uma alocação significativa no portfólio.

O outro destaque positivo foi o investimento na empresa de pagamentos Stone. Embora, em virtude da apreciação de suas ações, essa posição atualmente tenha relevância inferior ao seu auge no decorrer do último semestre, a atuação recente de sua administração merece registro.

“Charlie and I favor repurchases when two conditions are met: First, a company has ample funds to take care of the operational and liquidity needs of its business; second, its stock is selling at a material discount to the company's intrinsic business value, conservatively calculated.”

Warren Buffett

Desde que começamos a acompanhar a Stone, sempre nos chamaram a atenção o foco no cliente, a cultura de excelência e a qualidade das pessoas. Além da história impressionante de empreendedorismo e criação de valor de seus fundadores e líderes, uma recomendação feita por eles soava como música para nossos ouvidos.

O segundo livro da coletânea “Fora da Curva”, composta por relatos das trajetórias de diversos investidores e empresários brasileiros, conta a jornada do fundador e acionista de referência da Stone, André

² *Return on Equity*. Em todas as análises desta seção, utilizamos o *Return on Tangible Equity* – mais adequado por excluir do patrimônio líquido ágios relacionados a aquisições inorgânicas.

Street. O volume seguinte traz Thiago Piau, antigo CEO que conduziu a companhia por vários anos antes de se tornar conselheiro, função que exerceu até março de 2025. Na seção de sugestões de leitura, ambos elencam “The Outsiders”, de William N. Thorndike Jr. – odisséia de executivos alocadores de capital que também inspira a Squadra. Piau chega a defini-lo como “meu livro de cabeceira”. Ganham nossa simpatia.

Após superar problemas enfrentados no biênio 2021-22, a Stone passou a apresentar excelente execução operacional, tanto em seu negócio existente de pagamentos quanto na construção de sua oferta bancária para pequenas e médias empresas.

No entanto, até poucos meses atrás, para a maior parcela do mercado, pairavam nuvens negras pressionando suas ações: baixa rentabilidade aparente; receios sobre o ambiente competitivo; possíveis mudanças regulatórias; e dúvidas sobre a reprecificação do negócio de antecipação de recebíveis – afetado pela subida do custo de captação. Mesmo o vigoroso crescimento apresentado pela indústria de pagamentos foi posto em xeque por um título de relatório em que se lia: “*The End of Growth*”.

Como possuíamos opiniões consideravelmente mais favoráveis sobre os diversos riscos enumerados, encontramos ali em um cenário de assimetria de expectativas que o investidor fundamentalista tem especial prazer em se deparar.

Particularmente, havia um aspecto-chave de divergência de percepção: a rentabilidade verdadeira do negócio. Víamos com frequência participantes do mercado apontando o baixo *Return on Equity* contábil da empresa como sintomático da baixa qualidade do *business* – várias análises enfatizavam números ao redor de 10%. Em seus cálculos, não faziam qualquer consideração em relação ao enorme ágio e, principalmente, ao excesso de capital que existiam no balanço. Na Squadra, há tempos nos dedicávamos a análises de patrimônio regulatório, assunto que vínhamos debatendo nas interações com as pessoas da companhia. Chegávamos, assim, a “retornos do negócio” ordens de grandeza maiores.

Naturalmente, tal discrepância nos fazia julgar os múltiplos implícitos nas cotações, que passaram a figurar entre os menores no universo de *Financials*, como muito mais atraentes do que outros reputavam. Além de nos impulsionar a aumentar consideravelmente nossa posição, esse quadro de retornos “verdadeiros” altos e valuations baixos deixava latente a oportunidade que a administração tinha em mãos: aproveitar seus lucros correntes e vasto capital excedente para recomprar ações da Stone a mercado.

A execução do *buyback* foi retumbante. Entre julho de 2024 e junho de 2025, a companhia investiu R\$ 2,6 bilhões e recomprou impressionantes 13,5% de suas ações.

Coroando essa jornada, na divulgação das demonstrações financeiras anuais, Pedro Zinner, CEO da Stone, escreveu uma ótima carta aos acionistas. Ali, apresentou uma diretriz sólida e didática sobre como a temática de capital seria endereçada adiante. Em especial, foi trocado o indicador do *guidance* de médio prazo: de lucro nominal por um de lucro por ação – métrica que melhor reflete o valor para seus acionistas. Movimentos compatíveis com “The Outsiders”.

Um exercício rápido, com números arredondados, para fornecer alento aos investidores de ações no Brasil. Mostra o lado positivo das cotações baixas para aqueles que não jogam a toalha e permanecem investidos. Vamos percorrer dois caminhos:

- (i) **Caminho real:** entre julho de 2024 e junho de 2025, a ação da Stone apresentou um ganho considerável de 30% em relação à sua cotação de R\$ 67 de um ano antes. Engana-se quem pensa que foi um passeio no parque. De início, a ação teve um tombo de 27%, encerrando dezembro em R\$ 49, antes de apreciar 78% na primeira metade deste ano e atingir R\$ 87 no encerramento do semestre. Posto de forma mais direta, a ação primeiro caiu R\$ 18 e depois subiu R\$ 38.

- (ii) **Caminho invertido (hipotético):** imaginemos que a trajetória se invertesse – subir R\$ 38 antes de cair R\$ 18. A cotação teria saído de R\$ 67 para alcançar R\$ 105, antes de recuar para os R\$ 87 verificados no fim de junho de 2025. Nesse cenário hipotético, considerando o *buyback* sendo realizado de forma uniforme ao longo do ano, a empresa teria recomprado apenas cerca de 9,5% de suas ações com os mesmos R\$ 2,6 bilhões.

Felizmente, graças ao mergulho verificado no mundo real, o preço médio executado pela administração foi de R\$ 62, enquanto teria sido próximo a R\$ 90 no “caminho invertido”. Para programas de *buyback*, a trajetória importa e quanto mais baixos os preços, melhor: a Stone criou mais valor para os acionistas remanescentes ao recomprar um número de ações 40% superior ao que teria conseguido em nosso exercício simulado.

Commercial Properties

Dentro desta categoria, nossos investimentos estão concentrados em dois grupos de shopping centers: Multiplan, com peso maior, e Iguatemi. No encerramento do semestre, suas ações se encontravam a cerca de 9% de *free cash flow yield* normalizado – valuation que reputamos atrativo e próximo ao que encontramos em momentos de crises agudas, como a recessão de 2015-16 e o surto inflacionário global de 2022.

Essa métrica, usada por nós internamente, já considera uma estimativa de CAPEX³ recorrente necessário para promover as propriedades comerciais constantemente ao nível de qualidade esperado por consumidores e lojistas. Como muito bem fazem Multiplan e Iguatemi, detentoras dos melhores portfólios de shopping centers do Brasil. Poucos possuem ativos tão dominantes, bem localizados e tratados com o mesmo esmero. Os resultados se manifestam em crescimentos de vendas e de aluguéis consistentemente acima da média setorial.

Como evento de destaque, a Multiplan conseguiu superar a Stone e recomprou uma parcela ainda mais relevante do seu capital no último ano. Para chegar ao mesmo fim, contudo, precisou ser um tanto desbravadora.

“Our experience tends to confirm a long-held notion that being prepared, on a few occasions in a lifetime, to act promptly in scale, in doing some simple and logical thing, will often dramatically improve the financial results of that lifetime. (...) And then all that is required is a willingness to bet heavily when the odds are extremely favorable, using resources available as a result of prudence and patience in the past.”

Charlie Munger

Era fim de abril de 2024 quando recebemos um telefonema de uma corretora comunicando sobre um grande bloco de ações de Multiplan que seria vendido em bolsa com desconto em relação à cotação vigente – a qual já vinha em queda havia alguns meses.

A Squadra aproveitou aquele evento para retomar o seu investimento em Multiplan. Ainda no mesmo dia, matérias da imprensa noticiavam que o vendedor havia sido o fundo de pensão canadense que era um dos controladores da companhia. Após se desfazer de sua participação não vinculada ao acordo de acionistas, as notícias indagavam se seria o “começo do desembarque”⁴.

³ *Capital Expenditures*

⁴ Brazil Journal, 30 de abril de 2024

Passados dois meses, veio a confirmação de que o fundo de pensão desejava uma saída integral. Seu investimento na companhia havia iniciado em 2006, ainda antes do IPO da Multiplan. Na ocasião, foi assinado um acordo de acionistas. Agora, com a intenção declarada de venda da participação de controle, ficava claro pelas cláusulas do contrato que o futuro comprador deveria aderir ao mesmo acordo existente e que José Isaac Peres, fundador e co-controlador da empresa, detinha o direito de preferência para a aquisição.

Nossa impressão imediata: a própria companhia deveria comprar a maior parcela daquela participação. A Multiplan, há muito, possuía um balanço extremamente robusto, ainda mais considerando a alta qualidade e resiliência de seus shopping centers. Era chegado o momento de se beneficiar da cultivada solidez financeira para um movimento de criação de valor relevante.

Entretanto, uma resolução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que dispõe sobre a negociação de ações de própria emissão apresentava-se como um impeditivo. Um artigo da norma vedava a aquisição, por companhia aberta, de ações de sua emissão pertencentes ao acionista controlador.

Não é difícil compreender a intenção dos reguladores: proteger o acionista minoritário de negociações de partes relacionadas pouco amigáveis por parte de controladores. Para este caso em específico, contudo, a norma não estava se revelando defensora dos interesses da sociedade anônima e dos minoritários. Ao contrário, acabava por ser detratora. A gestão da Multiplan, então, com um ineditismo digno de aplauso no mercado de capitais nacional, procurou assessores jurídicos para conseguir viabilizar uma transação a ser feita no melhor benefício da companhia.

Em setembro, veio o anúncio: a aquisição da participação seria dividida entre José Isaac Peres (19%) e, principalmente, a própria Multiplan (81%). Peres, que aumentaria sua fatia na operadora de shoppings e permaneceria como controlador, cedeu seu direito de preferência para que a própria empresa pudesse arrematar o maior pedaço em termos idênticos aos dele. A companhia investiria R\$ 2,0 bilhões para recomprar 16% de suas ações.

O preço negociado representava um desconto para a cotação de mercado, inferior inclusive àquele do bloco vendido pelo fundo de pensão em bolsa meses antes. Mais importante, muito abaixo do valor intrínseco, tanto em nossa avaliação como, certamente, na da companhia. Em apresentação que acompanhou a divulgação do fato relevante, sua gestão defendeu claramente métricas mostrando a atratividade do negócio, além de explicitar como o endividamento ainda se manteria em nível saudável.

De forma que a transação prosseguisse sem qualquer questionamento dos pontos de vista legal e de governança, uma assembleia geral foi convocada, na qual os dois acionistas diretamente envolvidos na operação se absteriam sobre o tema, submetendo à deliberação exclusiva dos minoritários da companhia. A aprovação foi incontestada: 99,92% dos votos favoráveis à recompra. (O que estariam pensando esses 0,08%!?)

A Squadra, desde o começo, manifestou seu apoio e confiança na atuação da administração, se dispondo a colaborar com a empresa. Comparecemos na assembleia e votamos a favor, além de aplaudir a condução irretocável desta transação. Com a revisão para cima do valor intrínseco por ação motivada pela recompra e as cotações prosseguindo em patamares deprimidos nos meses subsequentes, aumentamos nosso investimento até atingir uma alocação em Multiplan que só havíamos registrado durante a crise financeira de 2008.

Agradecemos a José Isaac Peres pela cessão de seu direito de preferência no melhor interesse da companhia, sem demandar qualquer compensação financeira para tal. Parabenzamos Eduardo Peres, Armando d'Almeida, Hans Melchers e os demais membros da administração pelo inconformismo e atuação decisiva que demonstraram. Que seja um exemplo e legado positivo para o mercado de capitais brasileiro.

Produtora de Petróleo

Esta parcela do portfólio é composta exclusivamente pelo nosso investimento em PRIO, hoje uma empresa bastante conhecida, com produção esperada de mais de 200 mil barris de petróleo por dia⁵ e ampla liquidez em bolsa, devido à sua capitalização de mercado da ordem de R\$ 34 bilhões⁶. Há dez anos, porém, esse cenário era bem diferente: a companhia nascia da antiga HRT, avaliada à época por R\$ 140 milhões e produzindo apenas 9 mil barris de óleo por dia.

Desde então, presenciamos uma das histórias mais incríveis de geração de valor do mercado acionário brasileiro. Através de um processo de alocação de capital oportunista e disciplinado, aliado a uma cultura obsessiva de busca por eficiência operacional, a PRIO performou uma série de aquisições de campos de petróleo maduros na Bacia de Campos – ativos outrora esquecidos pelas grandes petrolíferas (*majors*) em meio às suas amplas carteiras de projetos.

A cada novo campo comprado pela empresa, suas vantagens sinérgicas se ampliavam com o ganho de escala de seu cluster de operação, alimentando um processo virtuoso de reduções de custo e aumentos de produção. Ativos até então marginais eram transformados em campos altamente rentáveis e de vida longa. Em dez anos, a companhia multiplicou sua produção por 20 e aumentou suas reservas em mais de 50 vezes, enquanto reduziu seus custos operacionais de 40 dólares para menos de 10 dólares por barril produzido. Formidável. O resultado: suas ações se valorizaram 90 vezes (!) no período. Para os fundos da Squadra, representaram contribuição positiva relevante desde que iniciamos nosso investimento no final de 2020.

Mais recentemente, a empresa realizou sua aquisição mais significativa – o campo de Peregrino –, através de um astucioso movimento em duas etapas. Em setembro de 2024, adquiriu, primeiramente, a fatia minoritária detida pela chinesa Sinochem, colocando em prática o seu já utilizado *playbook* de comprar participações de “não-operador” para, posteriormente, valer-se do direito de preferência para obtenção do controle. O *timing* foi preciso: sete meses depois, a estatal norueguesa Equinor decidiu se desfazer de sua participação em Peregrino, momento em que a PRIO exerceu seu direito, tornando-se a única proprietária de um campo adjacente ao seu cluster com capacidade para produzir até 110 mil barris por dia.

Apesar do aumento da complexidade operacional inerente a movimentos dessa magnitude no setor de óleo e gás, a transação tem potencial transformacional: no total, a empresa irá investir um valor superior a US\$ 4 bilhões – cerca de 65% do seu *market cap* atual. Caso a companhia consiga replicar seu histórico de sucesso em integrar ativos ao seu portfólio e extrair as devidas sinergias, os números indicam um ganho substancial em seu valor intrínseco.

Para nossa sorte, suas ações não reagiram de maneira acentuada a essa aquisição. O último ano foi desafiador para a PRIO em termos operacionais. Sua produção frustrou as expectativas de analistas, em grande parte devido à greve do Ibama. A demora na obtenção de licenças ambientais postergou tanto intervenções em alguns poços com necessidade de reparos como o início da produção no relevante campo de Wahoo. Essa decepção, em meio à turbulência do mercado acionário brasileiro – em que más notícias tendem a ser imediatamente precificadas e boas novas são recebidas com desconfiança –, contribuiu para que suas ações tivessem um desempenho fraco, mesmo diante da perspectiva de tamanha geração inorgânica de valor.

Aproveitamos a oportunidade para aumentar a posição em PRIO, que atualmente constitui um de nossos maiores investimentos. Com a resolução dos gargalos relacionados a aprovações ambientais, caso os desenvolvimentos previstos se desenrolem favoravelmente e considerando a cotação do petróleo atual, vislumbramos um *free cash flow yield* que pode chegar ao redor de 35% para o próximo ano. Apresenta, assim, alto potencial de valorização e boa margem de segurança, tanto frente a eventuais percalços

⁵ Estimativa que considera 100% de participação no campo de Peregrino e a produção do campo de Wahoo, com início programado para 2026.

⁶ Cotação de 30 de junho de 2025

temporários, intrínsecos à atividade de uma *junior oil company*, como a cenários de preços mais baixos de petróleo.

Setores Diversificados

Esta parcela remanescente do portfólio é composta por empresas de diversos setores da economia, sendo as principais alocações, em ordem alfabética: GPS, Grupo Mateus, Grupo Ultra e Hapvida.

Considerando a participação detida pelos fundos da Squadra nas companhias acima e nas demais posições de menor relevância aqui agrupadas, esta carteira se encontra avaliada a 11x o lucro projetado para os próximos 12 meses. Todavia, é pertinente ressaltar que duas dessas empresas possuem créditos fiscais relevantes a serem monetizados em anos vindouros. Mesmo ao serem trazidos a valor presente utilizando taxas de desconto elevadas, são significativos em relação à capitalização de mercado dessas companhias. Se considerarmos o valor desses créditos como um redutor dos preços das ações em bolsa, o múltiplo deste portfólio se aproxima de 9,5x seu lucro projetado (10,5% de *earnings yield*).

Dentro desse universo, a empresa de terceirização de serviços GPS se destacou como outro exemplo a se valer da saída de um investidor internacional para protagonizar um excepcional movimento de alocação de capital. Neste caso, foi o conglomerado britânico Compass Group que decidiu encerrar suas atividades no Brasil, optando por vender sua operação local (GRSA). Aproveitando essa oportunidade, em março de 2024, a GPS anunciou a maior aquisição de sua história: investiu R\$ 1,3 bilhão – equivalente a cerca de 12% de sua capitalização de mercado – para comprar a subsidiária, cujo faturamento correspondia a aproximadamente 25% de sua receita consolidada.

Desde então, o dever de casa inicial avançou bem: a GPS integrou a nova empresa e padronizou os seus sistemas sem maiores ruídos no dia a dia do negócio. Daqui em diante, enxergamos potencial relevante para captura de sinergias, com a companhia aproximando a margem operacional da adquirida à do restante do grupo, através de sua conhecida fórmula de otimização de custos e melhorias de gestão. Seguimos convictos de que o melhor *player* do setor tem os atributos para continuar consolidando a indústria e reinvestindo sua geração de caixa a taxas de retorno elevadas. Agindo assim, seus crescimentos de receita e lucro por ação devem prosseguir em ritmo acelerado – como um verdadeiro *compounder*.

“When forecasting the outcomes of risky projects, executives too easily fall victim to the ‘planning fallacy’. In its grip, they make decisions based on delusional optimism rather than on rational weighting of gains, losses and probabilities. They overestimate benefits and underestimate costs. They spin scenarios of success while overlooking the potential for mistakes and miscalculation. As a result, they pursue initiatives that are unlikely to come in on budget or on time or to deliver the expected returns – or even to be completed.”

Daniel Kahneman

Determinados investimentos que foram agregados nesta categoria de “Setores Diversificados” pesaram negativamente na performance dos fundos nos últimos anos. Além da efetiva queda nas cotações, o tempo mostrou que cometemos alguns erros de avaliação, fazendo-nos revisar para baixo nossa percepção de valor nessas companhias.

Nesta carta, já percorremos exemplos positivos de como a alocação de capital se revela fundamental para o valor das empresas em prazos alongados. Na sequência, veremos que decisões de investimento feitas pelas companhias durante o período de juros baixos e entusiasmo, mesmo passados alguns anos, vieram cobrar sua fatura.

No investimento na concessionária de ferrovias Rumo, acabamos por focar excessivamente na oportunidade de aumentos de preços de fretes ferroviários e falhamos ao negligenciar riscos que tínhamos previamente identificado e discutido internamente. Nossa avaliação era de que a reprecificação de tarifas – que, de fato, se materializou no exercício de 2024 – seria dominante para o valor da companhia.

Entretanto, decisões de investimento baseadas no conceito de “valor estratégico”, tomadas nos anos de bonança, acabaram se revelando com um nível de rigor técnico abaixo do apropriado, dadas as cifras de dezenas de bilhões de reais envolvidas. As consequências apareceram em revisões significativas de orçamentos previamente divulgados e dos desembolsos de CAPEX para atender compromissos de benfeitorias firmados perante o poder público. Adicionalmente, a situação do grupo que exerce controle na companhia aparenta estar influenciando em sua alocação de recursos, sejam estes humanos ou financeiros – com a troca de membros da administração em meio a projetos de ciclo longo e pagamentos de dividendos dissonantes com os compromissos de investimento e alavancagem financeira da empresa.

Ainda que não tenha representado uma contribuição negativa importante para os fundos em termos absolutos, o resultado neste investimento se torna bem mais sofrível ao compararmos com o alto custo de oportunidade do Brasil. Como seguimos tendo visão favorável sobre as perspectivas de longo prazo do ativo, não foi sem relutância que optamos por priorizar outras alternativas de alocação e reduzir a relevância da posição em nossa carteira ao longo do último ano.

No passado recente, o investimento na operadora de planos de saúde Hapvida foi um detrator relevante da performance dos fundos.

Em fevereiro de 2021, foi anunciado o acordo de fusão da Hapvida com a Notre Dame Intermédica – empresa concorrente que havia realizado diversas aquisições nos anos anteriores. Devido aos trâmites junto a órgãos governamentais, a combinação acabou por ser concretizada apenas no começo de 2022. O momento para o setor, no entanto, era pouco auspicioso.

Após um ano de 2020 com margens infladas pela suspensão de cirurgias eletivas em decorrência da pandemia, as operadoras de saúde intensificaram a disputa por *market share*, adotando reajustes modestos. Com o retorno da demanda reprimida – agravada pela postergação de tratamentos – e a ampliação da cobertura obrigatória para Transtorno do Espectro Autista (TEA) no rol da ANS⁷, os custos médicos subiram acentuadamente e a sinistralidade disparou para patamares jamais vistos. Em meio a essa tempestade que afetou o setor, a companhia combinada apresentou uma deterioração marcada em seus resultados.

Uma das frases que mais usamos internamente de Warren Buffett é a célebre “*Only when the tide goes out do you discover who’s been swimming naked.*” Na “maré baixa”, esperávamos que os negócios de melhor qualidade se sobressaíssem. Essa expectativa se confirmou na operação que sempre foi o berço da Hapvida antes da fusão, concentrada nas regiões Nordeste e Norte. O modelo verticalizado e de baixo custo mostrou resiliência, recuperando sua rentabilidade antes da concorrência e ampliando a sua participação de mercado de forma relevante.

Entretanto, o desempenho da organização de forma consolidada foi significativamente impactado pela alocação de capital. As aquisições elevaram o endividamento, aumentaram a complexidade de gestão e diluíram enormemente a participação do acionista na operação mais rentável. Vários negócios adquiridos mostraram fragilidade quando a maré baixou e a maior alavancagem amplificou as consequências para o valor do *equity* da companhia.

⁷ Agência Nacional de Saúde

Ao revisitarmos nossa análise original, constatamos que cometemos dois erros centrais. O primeiro foi justamente ter subestimado o desafio trazido pela grande quantidade de ativos adquiridos, incluindo a complexidade das integrações, as debilidades geradas nos controles internos e a necessidade de *turnaround* nas novas operações. Além disso, o preço que pagamos pelo investimento foi exageradamente alto, não deixando qualquer margem de segurança para eventuais decepções – que foram numerosas. Visto de hoje, reconhecemos que o capital inicialmente investido provavelmente não será recuperado em sua totalidade.

Olhando para frente, a boa notícia é que, aos preços atuais, acreditamos que o ativo oferece relação risco-retorno bastante atraente. A operação original mostrou a resiliência do modelo verticalizado, enquanto, após um ciclo de reajustes e depuração de carteiras, a rentabilidade da principal empresa adquirida voltou para patamares consideravelmente geradores de valor. Além disso, com dezenas de sistemas já unificados, entendemos que a fase mais dolorosa da integração ficou para trás, permitindo que tanto a alta administração como as equipes comerciais e operacionais direcionem seus esforços ao dia a dia do negócio.

Por essas razões, aliadas ao aprimoramento dos nossos acompanhamentos internos e ao maior envolvimento de diferentes membros do time de análise, aumentamos o investimento em Hapvida, encerrando o semestre com exposição superior àquela de 12 meses atrás.

Miscelânea

É com profundo reconhecimento que registramos a trajetória de Bruno Silva na Squadra. Um dos sócios fundadores, ele foi presença decisiva na consolidação da cultura da casa e, sobretudo, na formação de profissionais que hoje também são parte da nossa *partnership*, graças a seus valores de excelência, colaboração e altruísmo. Sua marca na nossa empresa se torna, portanto, indelével. À medida que resolveu iniciar uma nova fase de sua vida, levamos conosco gratidão por tudo o que construiu e lhe desejamos pleno sucesso, realização e a mesma felicidade que tivemos por ter convivido com Bruno, por tantos anos.

Luiz Eduardo Ferreira liderou nossa frente de *private equity* desde 2011, quando ingressou na Squadra. Foi peça-chave na formação do Grupo Uni.Co – investimento na Imaginarium (2012), seguido da aquisição da Puket (2017) – *cases* que nos honraram e nos tornaram investidores melhores. Edu demonstrou resiliência e dedicação incansável ao longo desse período, além da disposição constante em colaborar com todos da equipe. Com a conclusão da venda de nossa participação remanescente no Grupo Uni.Co, ele encerra seu ciclo na empresa. Levamos conosco gratidão pelo sócio – e parceiro – que tivemos a sorte de ter ao nosso lado.

Agradecemos aos senhores cotistas pela confiança em nosso trabalho ao longo dos 17 anos de existência dos fundos. Como sempre, nos encontramos à disposição para tentar esclarecer suas dúvidas referentes aos temas aqui abordados ou quaisquer outros de seu interesse.

Atenciosamente,

Equipe Squadra