

Rio de Janeiro, 23 de agosto de 2026

“In the midst of chaos, there is also opportunity.”

Conceito atribuído a Sun Tzu

Prezados cotistas,

Os últimos anos foram especialmente difíceis para os investidores em ativos de risco brasileiros. As razões principais são conhecidas: juros básicos elevados; disfunções e ruídos macroeconômicos e políticos; desempenho acumulado abaixo das expectativas; competição com produtos de renda fixa favorecidos por incentivos tributários; alguns relevantes fracassos corporativos amplificados por alavancagem financeira; e a valorização extraordinária das ações no principal mercado do mundo. Como consequência de tudo isso, houve um aumento da desilusão e uma redução do grau de paciência de investidores.

O impacto desse conjunto de fatores foi sentido por toda a indústria de *asset management* do país, em especial pelos fundos macro e de ações. Não por acaso, a gestão ativa atravessa uma das maiores ondas de resgates de sua história, o que retroalimenta a espiral por adicionar vendas forçadas à equação. Tornaram-se rotineiras as notícias de casas encerrando atividades, gestoras “se reformulando”, algumas convertidas em *family offices*, outras absorvidas por grandes instituições, além de reduções acentuadas de equipes de análise.

Esse tem sido o contexto de nossa indústria nos últimos tempos.

“Disasters are instant, improvements are gradual.”

Steven Pinker

Na Squadra, também vivemos um vale de performance. Os últimos dois anos foram de guerra, não de paz – e é assim que os temos tratado. O desempenho dos fundos ficou aquém do esperado, e não pretendemos suavizar esse fato. Buscamos explicar o que pensamos do contexto que se apresenta e como reagimos. Para agravar o quadro, cometemos nesse período o maior erro de investimento da nossa história: Hapvida, o que arranhou nosso histórico de performance e custou enormemente ao nosso capital e ao dos nossos cotistas.

Apesar dos reveses, acreditamos que atravessaremos esse vale. Ao longo de 18 anos, construímos uma empresa sólida, uma sociedade coesa, uma base de investidores com capital e horizonte de longo prazo, capacidade de análise profunda e disciplina testada de investimento. Esses elementos nos dão segurança para enfrentarmos mais este momento complexo. Não é o primeiro, nem será o último. Afinal, estamos no Brasil e optamos, como estratégia de longo prazo, por ser uma gestora concentrada no investimento em ações de empresas brasileiras.

Se procuramos identificar nas companhias investidas suas vantagens competitivas duradouras, devemos aplicar o mesmo rigor à análise da própria Squadra, sem cair na armadilha do autoengano. Nossa principal vantagem competitiva está no conhecimento acumulado por uma equipe de investimentos que reúne décadas de experiência analisando e investindo em empresas brasileiras, tanto *long* como *short*.

Períodos de *underperformance* frequentemente criam condições para períodos posteriores de *outperformance*, embora essa relação esteja longe de ser automática. Compreender o ciclo atual, por si só,

não é suficiente, de forma que não ficaremos passivamente esperando por alguma espécie de reversão à média. Nossa reação tem sido adotar uma postura de guerra.

Esse é o contexto que temos vivido internamente e o modo como temos procurado funcionar. Elevar a intensidade de nossas rotinas, reuniões, pesquisas de campo e interações com empresas e demais *stakeholders*. Buscar reduzir ao mínimo a tolerância com premissas pouco verificadas e trabalhos medianos. Foco absoluto na missão.

Nossa disciplina fundamentalista e *bottom-up*, bem como a diretriz de *deep research* aplicada às companhias abertas brasileiras, não se alteram. E, de modo associado, buscamos manter nossa serenidade para tomar decisões coerentes com essa filosofia e com o horizonte de tempo necessário para o investimento em ações.

Nossa busca, portanto, tem sido por operar nos limites superiores de exigência, preservando disciplina, controles e responsabilidade. Quando confrontados com perguntas sobre o cenário da gestão ativa de ações no Brasil, enredado em uma série de variáveis sobre as quais temos pouco controle, nossa melhor resposta está na forma como tratamos o assunto internamente. Ainda que em cenários de caos ou guerra, há muito pensamos e construímos a Squadra com o objetivo de sempre estar entre os “*last men standing*”.

Isso porque, para quem dispõe de vontade, atributos adequados e horizonte de longo prazo, ambientes como o atual podem estar repletos de oportunidades. Ademais, ciclos de mercado são por vezes longos, mas costumam recompensar de forma relevante quem chega sólido a momentos de virada, e a própria história da Squadra serve de lembrete. Nossos fundos nasceram nas vésperas da maior crise financeira mundial desde 1929 e, algum tempo depois, estávamos no lugar e na hora certos para viver um período bastante proveitoso de nossa trajetória.

“The best story wins. Not the best idea, or the right idea, or the most rational idea. Just whoever tells a story that catches people’s attention and gets them to nod their heads is the one who tends to be rewarded.”

Morgan Housel

Uma das empresas mais comentadas em 2026 é a SpaceX, de Elon Musk. Arriscaríamos dizer, porém, que boa parte de quem participou de seu IPO não tem clareza sobre o que a empresa é hoje – menos ainda sobre o que ela será daqui a alguns anos. Comprou-se, em muitos casos, uma narrativa prodigiosa, ancorada no histórico pessoal excepcional do fundador. Os prospectos da oferta são explícitos quanto aos consideráveis riscos de execução embutidos no negócio e na visão. Musk tornou-se, possivelmente, o maior *key man risk* do capitalismo contemporâneo: se algo lhe acontecer, é provável que a companhia passe a valer uma fração do que negocia hoje. Mas esse risco parece insignificante para vários compradores da ação – para além dos datacenters, o que muitos sonham é com toda a jornada até chegar a Marte junto com Musk.

Do outro lado, está o Nubank, com a ação tendo registrado queda expressiva no primeiro semestre deste ano, chegando a negociar perto de 10x o lucro da operação brasileira, majoritariamente em razão de temores relacionados à deterioração do ciclo de crédito. O negócio do Nubank no Brasil já apresenta ROE excepcional, crescimento muito vigoroso e evoluções positivas, além de a companhia carregar opcionalidades valiosas em novos produtos, segmentos e geografias.

A ideia por trás dessas duas simplificações é direta: em *bull markets*, o mercado paga um prêmio pelo sonho; em *bear markets*, exige desconto sobre o negócio atual ao ficar obsessivo diante de riscos que já assume como reais e causadores de danos estruturais. Desenvolvimentos positivos e opcionalidades ficam

escondidos atrás da sombra das preocupações. É justamente esse tipo de assimetria que buscamos explorar. Narrativas não são desprovidas de valor, todavia, em horizontes longos, preço e fundamento tendem a convergir.

“Mr. Market is there to serve you, not to guide you. It is his pocketbook, not his wisdom, that you will find useful.”

Warren Buffett

No início de 2026, observamos um ingresso positivo de capital estrangeiro que sustentou alguns meses de boa performance do mercado acionário nacional. Ao longo do ano, entretanto, esse movimento se reverteu. Em meio a uma leitura generalizada sobre a busca ávida do investidor internacional por diversificação, tornava a aparecer um argumento recorrente: a ideia de que o Brasil iria se destacar simplesmente por ser, entre as alternativas disponíveis, “a menos pior”. Em nosso modo de ver, investir por sermos “menos ruins que o vizinho” não é uma tese; soa mais como a ausência de uma.

Para o investidor de longo prazo, o Brasil tornou-se pouco relevante. Muitos perderam a confiança para alocar capital por aqui, e o raciocínio é compreensível: por que se sujeitar às peculiaridades nacionais quando se pode participar do maior mercado emergente da história recente, o de tecnologia dos Estados Unidos? Recuperar credibilidade e importância exige trabalho persistente, não apenas um ciclo favorável de commodities ou de juros. Há questões estruturais a serem endereçadas. O que prevalece ao longo do tempo é o fundamento; e há de se reconhecer que o fundamento macro, no Brasil, segue difícil.

Para nós, a questão nunca reside em *second-guess* os rumos da bolsa, e sim em olhar para as empresas, buscar entender suas perspectivas e avaliar se estão baratas. Não consideramos uma proposta de valor consistente e vencedora tentar antecipar fluxos de capital de curto prazo. O que importa é o valor do negócio, e não o ruído ao seu redor – ruído este que investidores de bolsa, em geral, adoram perseguir.

Hoje, enxergamos muito bons investimentos, o que não significa que gerarão o retorno esperado em um, dois ou três anos. Ninguém tem esse controle sobre o *timing* de mercado, e seria desonesto prometer o contrário. Mas, assumindo que o Brasil siga fiel ao seu histórico de flertar com o abismo sem dar o passo final, um portfólio bem construído deve gerar excelentes retornos no longo prazo. Essa é a aposta que fazemos. Não porque o macro esteja a nosso favor, mas apesar dele.

O lado positivo advindo do ambiente atual: como o preço pago é fator determinante para retornos futuros, períodos de desalento generalizado tendem a ser aqueles em que boas oportunidades se apresentam, justamente quando menos investidores dispõem de ânimo para aproveitá-las. Nosso portfólio reúne empresas negociadas a valuations bastante descontados, que, em sua ampla maioria, seguem elevando lucros e valor intrínseco, possuem vantagens competitivas significativas e são geridas por times talentosos.

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	29,4%	27,7%	34,0%	33,5%	11,5%
2026-1S	-5,1%	-6,2%	6,8%	6,7%	7,1%
Últimos 60 meses**	28,0%	-1,7%	35,7%	32,4%	76,9%
Anualizado	5,1%	-0,3%	6,3%	5,8%	12,1%
Desde o início**	1.053%	840%	182%	262%	651%
Anualizado	14,3%	13,1%	5,8%	7,3%	11,7%

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

** Até 30/junho/2026

Em 2025, o fundo Squadra Long-Biased (LB) valorizou 29,4%, enquanto o Squadra Long-Only (LO) subiu 27,7%. O *benchmark* da estratégia Long-Biased¹ foi positivo em 11,5% e o Ibovespa apresentou alta de 34,0%. No primeiro semestre de 2026, os fundos Long-Biased e Long-Only caíram -5,1% e -6,2%, respectivamente. O *benchmark* do LB apreciou 7,1%, enquanto o Ibovespa subiu 6,8%.

Como comentado na seção inicial, o desempenho dos fundos no período recente ficou aquém do que almejamos. Agravando a situação, o erro em Hapvida foi grande e custoso ao capital dos fundos, o que deixou marca em nosso histórico de performance. Em virtude da queda notável da ação, a posição tornou-se bastante reduzida no portfólio *long* atual. No último semestre, procuramos atuar para a correção de rumos da companhia ao indicarmos conselheiros independentes qualificados, eleitos com amplo apoio dos acionistas minoritários.

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 6,8% em 2025 e 7,3% em 2026.

Ainda que com alguns espasmos ocasionais, várias companhias brasileiras de boa qualidade têm negociado a valuations baixos desde meados de 2022. Esse contexto, de forma geral, segue presente e permite que encontremos retornos prospectivos especialmente promissores em nosso portfólio *long*. Em relação à carteira do ano passado, a principal alteração foi a construção de investimentos relevantes em duas companhias com vantagens competitivas excepcionais e equipes de gestão habilidosas: Mercado Livre e Nubank.

No Squadra Long-Biased, hoje temos um portfólio *short* de tamanho importante e que reputamos como atrativo. Essa realidade difere da observada em momentos similares dos últimos quatro anos, em que o quadro predominante de preços deprimidos dificultou a identificação de oportunidades *short* suficientemente boas.

Na sequência desta carta, procuramos percorrer alguns desses assuntos e temas correlatos, que julgamos do interesse dos senhores. Começamos por um contexto incontornável no universo de investimentos brasileiro e como ele repercute diretamente em duas posições que permanecem como fortalezas de nosso portfólio.

“The speed at which a business’s success is recognized, furthermore, is not that important as long as the company’s intrinsic value is increasing at a satisfactory rate. In fact, delayed recognition can be an advantage: It may give us the chance to buy more of a good thing at a bargain price.”

Warren Buffett

Com os juros básicos nos patamares atuais, os ativos brasileiros vêm sendo avaliados a taxas de desconto excepcionalmente elevadas. Em nosso portfólio, o custo de capital implícito (*cost of equity*, ou K_e) em algumas empresas com perfis de fluxo de caixa razoavelmente previsíveis se encontra por volta de 13% ao ano em termos reais – ou ainda acima em determinados casos.

O movimento de subida dos juros ocorrido nos últimos anos ajuda a explicar parte relevante da pressão sobre os preços de valores mobiliários e o desempenho dos fundos de ações, os da Squadra inclusive. A mesma matemática que comprime o valor presente dos ativos, no entanto, pode produzir, com a passagem do tempo, uma assimetria favorável em um grupo específico de companhias.

O valor justo de uma empresa não é estático. Ele caminha no tempo à taxa do próprio K_e , somado ao alfa de criação (ou destruição) de valor. Uma companhia que vale R\$ 100 hoje a um custo de capital nominal de 18%, se nada de relevante mudar em sua tese, passará a valer R\$ 118 daqui a um ano, considerando o reinvestimento de eventuais distribuições aos acionistas. Quando o preço da ação permanece parado ou pouco evolui, enquanto as premissas operacionais e os fluxos de caixa se confirmam, o valor do negócio avança e a disparidade entre preço e valor aumenta. Em uma matemática simplificada, podemos tomar como exemplo uma empresa em que se estima um potencial de elevação de 35% para o valor intrínseco. Após um ano com o preço da ação parado e o valor sendo composto a uma taxa de 18% nominal, o mesmo investimento passa a apresentar uma oportunidade de apreciação de 59%.

Acreditamos que esse seja o caso de algumas empresas da nossa carteira. Seus negócios continuam prosperando e valendo mais, porém suas ações não acompanham esse movimento. O retorno prospectivo, assim, cresce de forma composta ao ritmo do próprio K_e , enquanto essa anomalia brasileira de juros reais sobremodos elevados persistir.

O argumento é sobretudo relevante para companhias que combinam vantagens competitivas duradouras com um horizonte estendido para reinvestir capital. Quando o diferencial entre o retorno do

investimento marginal e o custo de capital correspondente é positivo, crescer cria valor. As empresas que conseguem sustentar sua capacidade de reinvestimento por vários anos, beneficiando-se desse diferencial, são reconhecidas na matemática financeira como ativos de duration elevada – por terem sua geração de fluxos de caixa alongada.

A conjunção dos dois atributos é essencial. A vantagem competitiva garante que a companhia siga incrementando valor em suas operações, mesmo que o custo de capital elevado se revele permanente (assumindo que ele não suba ainda mais, acima da expectativa já embutida pelos participantes do mercado). A duration longa, por sua vez, explicita a oportunidade de *compound* o valor de suas ações por muitos anos. É essa combinação que torna esse tipo de negócio um investimento particularmente atrativo no ambiente atual. E especialmente potente para o investidor no dia em que (ou se) os juros da economia brasileira retornarem para níveis sustentáveis a médio prazo e o custo de capital moderar.

Equatorial e Energisa são exemplos vivos dessa combinação em nosso portfólio. Seus principais negócios são concessões de distribuição de energia elétrica, enquadradas em um arcabouço regulatório estabelecido e que objetiva incentivar qualidade de serviço, eficiência e expansão de rede. As duas companhias são conduzidas por gestores que, em um histórico extenso, demonstraram capacidade de operar suas subsidiárias com excelência e de alocar capital em novas concessões e negócios. Trata-se de atividades defensivas, menos dependentes do ciclo econômico e com fluxos de caixa que se estendem por décadas, em razão da própria natureza dos contratos e do crescimento orgânico de suas principais concessões. Ambas são, dessa forma, ativos de duration longa operando com *spread* positivo e resiliente entre o retorno obtido em suas operações e o custo de capital.

As qualidades dessas companhias, contudo, não impediram que suas ações fossem atingidas pela compressão de múltiplos e expansão de taxas de desconto implícitas que afetaram essa classe de ativos no passado recente. Os negócios seguiram caminhando à frente ano após ano, enquanto os preços de suas ações ficavam para trás. É precisamente esse descolamento – vantagens competitivas preservadas, resultados em evolução e preços que não acompanharam os fundamentos – que configura, em nossa avaliação, uma das assimetrias mais favoráveis do portfólio atual.

Em nossa última carta, relatamos que havíamos alcançado a maior alocação da história da Squadra no segmento de distribuição de energia, amparada nos atrativos retornos que enxergávamos nas ações de Equatorial e Energisa. A afirmação segue verdadeira, com esses investimentos sendo um dos centros de gravidade de nosso portfólio. Desta vez, dedicamos algumas linhas à Energisa, companhia em que hoje identificamos, dentro do setor, a maior disparidade entre a nossa percepção de valor e a avaliação de analistas de mercado.

A Energisa permanece sob o controle da mesma família há mais de 120 anos, feito raro no capitalismo brasileiro. A marca registrada da gestão de Ricardo Botelho e sua equipe tem sido a excelência operacional. Suas distribuidoras figuram como *benchmark* da indústria em variadas óticas de desempenho, superando em larga medida o EBITDA previsto pelo modelo regulatório. Essa diferença não decorre de uma única variável, mas da capacidade de operar de maneira recorrente com custos, perdas de energia e indicadores de qualidade melhores do que os referenciais considerados nas tarifas.

Os controladores são mais propensos a um estilo conservador de M&A, de começar pequeno e avançar com paciência em cada novo negócio. No entanto, isso não impediu a companhia de protagonizar um dos principais movimentos da história do setor no Brasil: a compra, em 2014, do Grupo Rede, então em recuperação judicial. Pelas contas da própria empresa, na ocasião do aniversário de dez anos da transação, o capital ali investido havia sido multiplicado por quase sete vezes.

Além do retorno financeiro, a aquisição mudou a companhia de patamar, mais que dobrando seu número de clientes de uma só vez. Foi o passo decisivo da trajetória que transformou a pequena distribuidora da Zona da Mata mineira em um dos maiores grupos do país, hoje responsável pelo serviço em 24% do território nacional.

Deste vasto território, uma parcela relevante se sobrepõe à fronteira agrícola brasileira, e o avanço do agronegócio empurra o consumo de eletricidade. Como se constata no gráfico ao lado, o volume distribuído pelas concessões da Energisa cresceu desde 2016 aproximadamente o dobro do verificado no restante do país.

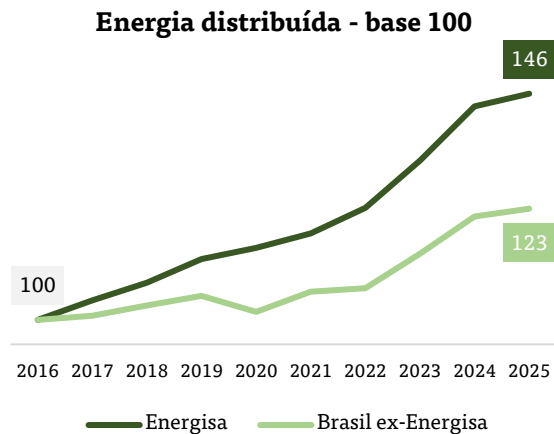
Naturalmente, para suportar tamanho crescimento em regiões de baixa densidade energética, o CAPEX é vultoso. Em muitos negócios, isso poderia ser um problema. Não é o caso aqui. Na distribuição de energia, os investimentos realizados passam a compor a base de ativos remunerada pela tarifa, de modo que a expansão da rede se converte em expansão de resultados. As distribuidoras da Energisa vão além do que prevê o modelo. Geridas com primor, apresentam retornos sobre o capital alocado bem superiores ao custo de capital regulatório. O negócio da companhia é marcado pelo reinvestimento de recursos a ótimas taxas de retorno. Em termos econômicos, o crescimento orgânico dessas concessões equivale a um M&A por ano, sem leilão, sem prêmio de controle, sem precisar inventar.

É justamente nesse ponto que nossos números se afastam do consenso. Não é incomum nos depararmos com projeções de mercado que “convergem tudo para a média”: o ativo que cresce de forma substancial passa, nas planilhas, a expandir em linha com a média nacional. Simultaneamente, a concessão que cresce pouco vai gradualmente acelerando até atingir o mesmo número. O operador ineficiente em perdas ou em custos operacionais caminha até o nível regulatório, e o eficiente faz o percurso inverso. Ao final do fluxo de caixa, os melhores e os piores operadores se tornam indistinguíveis. Nessas projeções, a combinação de crescimento e rentabilidade que descrevemos desaparece em poucos anos.

A regulação por incentivos foi, de fato, desenhada para repartir com o consumidor, a cada ciclo de revisão tarifária, ganhos de eficiência e excessos de retorno. As boas companhias, todavia, conseguem alongar essa curva. No setor de distribuição, embora regulado, também existem vantagens competitivas duradouras: operar de forma superior a seus pares e deter ativos melhores que a média. A Energisa reúne os dois atributos: o primeiro, subsidiárias que figuram entre as mais eficientes do país; o segundo, concessões que combinam crescimento elevado e complexidade circunscrita.

Nosso investimento em Energisa passa, portanto, por acreditar na manutenção dessas vantagens competitivas, capazes de sustentar rentabilidade acima do custo de capital por muitos anos. Aos preços atuais, enxergamos nas ações retornos implícitos ao redor de 16% ao ano, em termos reais. Dado o benefício advindo da contínua oportunidade de reinvestimento – e, conseqüentemente, da duration alongada de seu fluxo de caixa – esse nível de retorno implícito resulta em potencial de valorização superior a 50%, utilizando taxas de desconto que julgamos conservadoras. Caso os juros da economia brasileira eventualmente venham a moderar, esse cálculo de valor justo se aproximaria do dobro do preço atual da ação.

Como não controlamos possíveis cenários mais favoráveis para o custo de capital brasileiro, nem o ritmo em que outros participantes do mercado reconhecerão as qualidades que enxergamos na companhia, valemo-nos do “*delayed recognition*” para ter Energisa como um dos maiores investimentos dos fundos.



Em nossa carta de 2024, dedicamos uma seção para falar sobre o “Magnificent 2” brasileiro (talvez latino-americano seja mais apropriado): negócios digitais, com crescimento exponencial e líderes em setores gigantescos da economia. Na ocasião, destacamos como a inclusão de Mercado Livre e Nubank, com seus sucessos empresariais fantásticos, poderia afetar – naquele momento, para melhor – a interpretação sobre o desempenho do mercado de ações brasileiro.

Esse contexto fez os formuladores de índices acionários se movimentarem e, naquele ano, a B3 criou o “Ibovespa B3 BR+”, adicionando companhias listadas no exterior, mas com negócios no Brasil. O Nubank foi a inclusão mais relevante. No entanto, por uma questão metodológica, o MELI acabou sendo inserido no novo índice apenas em setembro de 2025. O *timing* não foi propício.

Desde essa data até o encerramento do último semestre, o Ibovespa B3 BR+ *underperformou* o Ibovespa convencional em 12 pontos percentuais². A principal razão foi justamente a queda das ações de MELI (-35%) e Nu (-14%), que aparecem entre os cinco componentes mais relevantes do índice.

Para o portfólio da Squadra, a consequência dessa desvalorização das ações foi que construímos investimentos relevantes nessas duas companhias, que figuram no topo da lista de qualidade a valuations atrativos. Enquanto há um ano possuíamos uma posição pequena e apenas em Nubank, atualmente MELI e Nu estão entre os quatro principais investimentos *long* dos fundos.

Como denominador comum em ambos os casos, vemos preocupações (compreensíveis) sobre aspectos dos negócios ofuscando sobremaneira tanto as extraordinárias vantagens competitivas estruturais das empresas, como uma série de evoluções positivas e opcionalidades valiosas.

Nos permitam uma rápida digressão, que pode ser útil para as seções que seguem sobre a composição do nosso portfólio.

Muito se comenta sobre uma mudança velada no processo de formação dos preços de ações, ao menos no curto e médio prazo. A atuação ascendente de fundos quantitativos e plataformas multiestratégia (*pod shops*) nos mercados tem modificado dinâmicas que pareciam familiares aos participantes tradicionais. Para o *trader*, o investidor de curto prazo, isso exige adaptação constante de seus modelos e algoritmos mentais frente a esses crescentes e poderosos participantes.

Já para a Squadra, como investidora fundamentalista, segue válido o axioma de que o preço converge para o valor do negócio no longo prazo.

Em meio a esse contexto, é difícil articular precisamente o grau de desconforto percebido nas teses de investimento de Mercado Livre e Nubank em relação à temática de inteligência artificial, a “*AI platform shift*”. No primeiro semestre deste ano, entre debates intensos em *threads* de tecnologia e finanças globais e menções pouco aprofundadas em relatórios de corretoras, foram manifestas correlações de curto prazo das ações de MELI e Nu com índices e *baskets* carimbados como “perdedores ou potenciais perdedores de AI”. Como exemplo caricato, há poucos meses, suas ações caíram significativamente no dia em que viralizou um relatório imaginativo, porém pouco rigoroso no entendimento tanto das propostas de valor de produtos quanto das barreiras de entrada de empresas.

Na Squadra, evidentemente, boa parte de nosso esforço de análise tem recaído sobre identificar consequências diretas e riscos novos trazidos pelo poder da inteligência artificial, para cada investimento individualmente. Ao mesmo tempo que o potencial de AI é gigantesco, a implementação se revela complexa para vários casos de uso e perfis de empresas. Sendo assim, a qualidade de execução tende a ser um fator

² Ibovespa B3 BR+ +9% vs Ibovespa +21%.

fundamental para separar ganhadores de perdedores. Para o gestor de investimentos, trata-se de um período estimulante, que gera a obsessão por acompanhar de perto e formar opiniões, com alguma dose de humildade intelectual, para suportar suas tomadas de decisão.

Dessa forma, reconhecemos um aspecto racional na reação dos mercados. Diante de incerteza dessa magnitude, é natural que investidores encurtem seus horizontes, o que pode se traduzir em um *de-rating* dos múltiplos de determinadas ações.

Por outro lado, em meio ao aumento da hesitação, alguns efeitos já se manifestam tangíveis ou iminentes para certas companhias. Para Mercado Livre e Nubank, por exemplo, constata-se, e vislumbra-se, evoluções predominantemente benéficas, sobretudo na aceleração de receitas. Essa vantagem não é acidental. Ambas as companhias construíram, ao longo de anos, arquiteturas tecnológicas modernas, culturas nativamente orientadas a dados, *data lakes* preparados para modelagem preditiva e equipes com nível de expertise superior – atributos raros no contexto competitivo latino-americano.

O Nubank, por exemplo, já relata ganhos presentes no negócio, com a sofisticação de seus modelos de crédito se traduzindo em uma carteira maior. O *underwriting* de crédito da companhia tem se mostrado superior ao de concorrentes e uma fonte de diferencial competitivo. Até os últimos dados disponíveis, novamente o Nu tem apresentado performance melhor que a média de mercado no movimento de alta da inadimplência atualmente em curso.

Ainda no Brasil, agrada-nos perceber que a companhia intensificou iniciativas para transmutar sua vantagem estrutural de ser o *lowest cost producer* em benefícios perceptíveis para o cliente. Qualifica-se, assim, para acelerar a migração de relacionamento para o Nubank de fatias do mercado antes menos evidentes, como a média-alta renda, em que a dor do cliente é menor e a proposta de valor precisa ser ainda mais convincente. Se a empresa reproduzir seu *track record* de soluções inovadoras, os ganhos de participação de mercado em segmentos tradicionalmente suportados com maior contato humano podem ser impulsionados pelo aprofundamento das interfaces conversacionais e avanço da personalização – simbolizados tematicamente na figura do *AI Private Banker*, um dos principais projetos da companhia.

O sucesso inicial do Nubank no México representa algum nível de quebra de paradigma. Depois de alguns percalços e adaptações nos primeiros anos, a companhia tem se mostrado bem-sucedida em construir uma franquia de depósitos de varejo, ao atacar *profit pools* que deixam os competidores incumbentes em clássica situação de “*innovator’s dilemma*”. Em paralelo, vem empreendendo uma expansão significativa em sua carteira de crédito, apresentando *unit economics* bastante atrativos.

Inúmeras experiências empíricas tornaram o negócio de banco de varejo conhecido mundialmente por “viajar mal”. Ver o Nubank conseguir replicar seu *playbook* e suas vantagens competitivas em outro país relevante é um primeiro passo importante de validação da (contestada) tese defendida por David Vélez: banco digital viaja muito melhor que o modelo tradicional de bancos físicos.

Isto posto, a incursão do Nu nos EUA talvez seja o ponto em que temos maior divergência em relação à visão predominante de mercado. Há, de maneira geral, amplo ceticismo quanto ao movimento (de fato, ambicioso) e, até mesmo, uma percepção de assimetria negativa sobre essa iniciativa.

Nossa visão caminha no sentido contrário. O Nubank entra no mercado americano provavelmente com o posicionamento que conhece profundamente – *credit-first*, tendo o cartão de crédito como porta de entrada, digital e voltado ao público massificado –, uma interseção pouco disputada em um varejo bancário que hoje se encontra bastante rentável. Enquanto os grandes incumbentes preferem se concentrar nos clientes *prime*, as fintechs mostraram pouco apetite (ou aptidão) para operar cartão de crédito.

Amparada em um histórico excepcional de construção de marca e experiência do cliente, a companhia deve seguir o mesmo caminho percorrido no Brasil e em validação no México: começar pelo crédito e pelos depósitos para, com o tempo, ganhar o direito de se tornar o banco de relacionamento principal de seus clientes. Aos preços atuais, nada disso nos parece embutido no valuation. Essa constatação nos deixa animados em carregar a evolução dessa opcionalidade, cujo prêmio, em caso de sucesso, é substancial.

Em nossa última carta, o Mercado Livre não foi citado uma única vez. A ausência não foi arbitrária. Depois de anos de um investimento bem-sucedido em ações da companhia, havíamos encerrado a nossa posição. A combinação de um preço com pouca margem de segurança e uma dinâmica competitiva que se deteriorava silenciosamente na operação de marketplace do Brasil se destacava entre os fatores que tornavam o investimento menos atrativo.

Desde então, essas questões melhoraram substancialmente. Enquanto o preço da ação se reduziu tremendamente, acreditamos que o valor intrínseco da empresa seja hoje potencialmente superior ao daquela época.

Como preâmbulo, vale lembrar um trecho de nossa comunicação de 2023, expressando o nível de confiança que depositamos nos empresários do Mercado Livre, que vêm construindo seu negócio há mais de 25 anos por meio de decisões comprovadamente virtuosas:

“Entre as várias qualidades da empresa, a disciplina da gestão merece ser destacada. Não entrou em devaneios para inflar sua receita a qualquer custo (...) claramente, os investimentos realizados não foram frutos de incentivos de curto prazo para agradar ao mercado, mas sim geradores de valor de longo prazo para a sua plataforma.”

Carta aos Cotistas da Squadra (2023)

Nossa avaliação não se alterou desde então.

Passando ao contexto atual, em junho de 2025, o MELI reduziu o ticket mínimo elegível ao frete grátis em sua plataforma de R\$ 79 para R\$ 19 – medida que levou, de acordo com nossos cálculos, o EBIT do e-commerce Brasil para o campo negativo. Em paralelo, a companhia ampliou investimentos em diversas outras iniciativas, penalizando acentuadamente o resultado operacional de curto prazo.

Em nossa visão, esse movimento se assemelha ao realizado em 2017. Naquele ano, a Amazon ampliava suas operações na América Latina. No Brasil, ela iniciava a venda de eletrônicos, enquanto no México lançava o Amazon Prime. Seria possível replicar por aqui seu *case* de sucesso do mercado americano, onde a empresa possuía a plataforma incontestada?

O Mercado Livre, líder dessa região incipiente, não quis pagar para ver. Seus executivos anunciaram a implementação do frete grátis para produtos a partir de R\$ 120 no Brasil e iniciativas semelhantes em México e Argentina.

Tal medida mudou de patamar o negócio. Ao longo do tempo, os lucros do MELI, inicialmente zerados, foram reaparecendo, enquanto as vendas em sua plataforma (GMV³) seguiram sendo empilhadas a taxas nos mesmos níveis de companhias *startups*.

Fast Forward para o ano de 2025.

³ Gross Merchandise Volume.

O GMV Brasil do Mercado Livre encerrou o ano em cerca de R\$ 180 bilhões, 16x superior ao nível de 2016, quando o frete grátis não existia. Esse resultado foi colhido majoritariamente através da geração de caixa do próprio negócio, que ainda possibilitou a criação de uma fintech e de uma carteira de empréstimos superior a R\$ 50 bilhões.

E o que ocorreu com a Amazon Brasil? Calculamos que tenha apresentado um GMV em 2025 de menos de 1/3 daquele do MELI.

Aqui na Squadra, temos admiração tremenda pela Amazon. Trata-se, sem dúvida, da melhor referência de sucesso no e-commerce mundial, provavelmente também na visão dos executivos do Mercado Livre. Além do fantástico *flywheel* que estabeleceu nos EUA, a empresa tem sido bem-sucedida em vários outros países. Seu segmento *International*, após longo período como alvo de questionamentos, vem apresentando resultado operacional positivo e crescente há quase três anos, sendo que seus principais mercados (Alemanha, Reino Unido, Japão, França, Itália e Espanha) respondem por aproximadamente 90% da receita e mais de 100% do lucro dessa divisão. Mesmo em mercados emergentes, como o próprio México, podem ser apontadas evoluções favoráveis.

A filial brasileira, entretanto, destoa desse conjunto, com resultados marcadamente inferiores, tanto em termos absolutos quanto em margens operacionais. Ocupa o lugar de terceiro *player* no mercado local, amparada em um modelo de negócio de baixo sortimento, concentrado em categorias mais comoditizadas, parte relevante do GMV vinda de estoque próprio, razoável dependência de tráfego pago e baixa integração com serviços financeiros. A consequência é uma operação que tem demandado aumentos de capital sucessivos, totalizando R\$ 27 bilhões desde 2021.

Amazon Brasil	2021	2022	2023	2024	2025	jul/26	Total
Aumentos de Capital (R\$ bilhões)	5,4	1,2	6,2	4,8	5,9	3,6	27,1

Fonte: JUCESP. Nome Empresarial: AMAZON SERVIÇOS DE VAREJO DO BRASIL LTDA.

E, mesmo com toda essa injeção de recursos, acaba por colher o menor crescimento entre os três maiores participantes. Considerando as forças de gravidade corporativas, em que os recursos humanos e financeiros costumam ser atraídos para negócios com as melhores perspectivas de geração de valor, não nos surpreenderíamos se a subsidiária brasileira eventualmente caminhasse para algum cenário de reavaliação ou racionalização ao longo do tempo.

Já a Shopee ocupou seu nicho relevante, que ainda precisará se mostrar rentável. Após chegar ao Brasil em 2019, com foco inicial em produtos *cross-border*, o coração da sua operação migrou para a oferta de produtos de ticket baixo, faixa em que assumiu a liderança de mercado em termos de vendas.

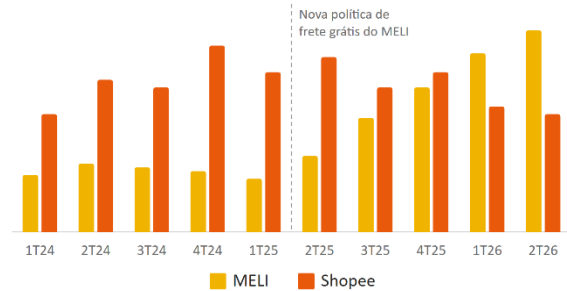
O Mercado Livre passou a explorar mais esse segmento a partir do ano passado, em um movimento que classificamos como ofensivo, ao invés de defensivo. Antes de anunciar a nova redução de frete grátis de R\$ 79 para R\$ 19, estimamos que sua rentabilidade (EBIT/GMV) se encontrava em níveis similares aos de 2016. A diminuição do pedido mínimo elegível para frete grátis acabou sendo o grande ofensor de margens e causador de revisões negativas desde o segundo semestre de 2025. Tornou-se a preocupação central e obsessão da maior parte dos analistas de mercado.

Poucos têm enfatizado, contudo, os benefícios gerados por tal medida. O GMV Brasil, que vinha crescendo pouco abaixo de 30% a/a, acelerou para +39% a/a no 2T26. O incremento, que já não foi tímido em termos agregados, impressiona ainda mais quando colocamos uma lupa nos produtos de preço inferior a R\$ 80. Consideramos essa segmentação fundamental para melhor compreensão da situação atual do Mercado Livre no e-commerce brasileiro.

No recorte de ticket superior a R\$ 80, que não foi objeto da mudança na política de frete grátis, o Mercado Livre lidera de forma destacada. Apresenta GMV de cerca de 3x o da Shopee, além de adicionar, consistentemente, em torno do dobro de GMV a cada trimestre, segundo nossas estimativas.

Já nos produtos de preço inferior a R\$ 80, observamos uma transformação a partir de meados do ano passado. Era a Shopee quem adicionava o dobro de GMV, até que o MELI inverteu essa dinâmica com a nova política de frete grátis, passando a apresentar crescimento próximo a 60% nessas categorias. Nos últimos trimestres, estimamos que a empresa tenha adicionado GMV consideravelmente superior ao da Shopee, caminhando a passos largos para igualar no futuro próximo o tamanho da concorrente nessa faixa de preço.

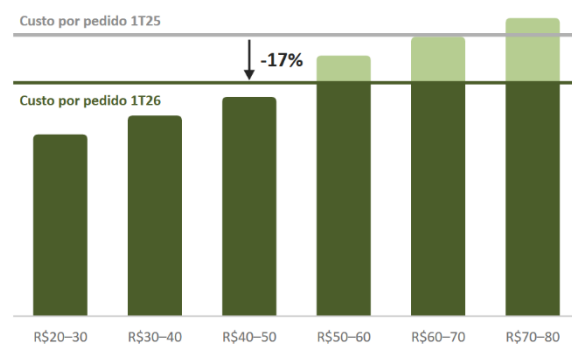
E-commerce Brasil: adição de GMV em produtos abaixo de R\$ 80
Variação contra o mesmo trimestre do ano anterior



Mesmo sem cobrar taxa de entrega, é provável que uma parcela relevante desses produtos se mostre rentável com o passar do tempo. A própria história da empresa corrobora essa visão: o frete grátis implementado em 2017 contemplava, inicialmente, produtos a partir de R\$ 120, barreira que desceu ao longo do tempo para R\$ 99 e, depois, R\$ 79. Mesmo com a ampliação gradativa do *free shipping*, a rentabilidade do e-commerce Brasil havia retomado níveis atrativos no primeiro semestre de 2025.

Como benefício direto do aumento de escala, o custo por pedido do Mercado Livre tem caído consistentemente. Na comparação anual entre o 1T25, trimestre imediatamente anterior à implementação da nova oferta de frete, e o 1T26, o custo por pedido reduziu-se em impressionantes 17% a/a no Brasil. Essa queda de custo tem tornado rentáveis produtos que no passado não apresentavam viabilidade econômica, conforme o gráfico ao lado.

MELI Brasil: lucro de contribuição vs. custo por pedido
R\$ por pedido, por faixa de preço do produto



Não conseguimos precisar o nível de rentabilidade que será alcançado nesses produtos de preço baixo, tampouco se 100% deles trarão margem de contribuição positiva nesse formato.

Sabemos, todavia, que a tarefa da Shopee parece mais árdua que a do MELI, dado seu sortimento inferior e mix de produtos nichado justamente nos subsegmentos de ticket mais baixo.

Além do contexto competitivo do e-commerce Brasil, e da consequente pressão nas margens de curto prazo, outra preocupação tem sido relacionada à “*AI platform shift*”, personificada principalmente no *Agentic Commerce*. Trata-se de risco legítimo, que inclusive vem engajando parte importante do esforço de análise da Squadra há algum tempo. Temos visto, contudo, pouca ênfase nas oportunidades que a mesma tecnologia abre para quem já detém os ativos certos.

“I very frequently get the question: ‘What’s going to change in the next 10 years?’ (...) I almost never get the question: ‘What’s not going to change in the next 10 years?’ (...) In our retail business, we know that customers want low prices, and I know that’s going to be true 10 years from now. They want fast delivery; they want vast selection. It’s impossible to imagine a future 10 years from now where a customer comes up and says, ‘Jeff, I love Amazon; I just wish the prices were a little higher,’ [or] ‘I love Amazon; I just wish you’d deliver a little more slowly.’ Impossible.”

Jeff Bezos

É natural que a chegada de uma nova plataforma tecnológica traga consigo questionamentos sobre cadeias de valor que antes estavam em equilíbrio. A insurgência dos laboratórios de modelos de AI e seu

crescimento acelerado, que transborda as fronteiras da experiência de *chatbots*, introduziram um novo choque de incerteza em larga escala no mercado, inclusive sobre o negócio de marketplaces. O poder evidente dessa nova tecnologia de propósito geral e o estágio inicial em que a curva de adoção se encontram criam um terreno fértil para discussões acerca de novos padrões e jornadas a serem estabelecidos.

“A receita de *advertising* do MELI vai a zero”, ouvimos recentemente em uma mesa-redonda de investimentos. No argumento, análogo ao de relatórios mais apocalípticos divulgados sobre o tema, o Mercado Livre é reduzido a um distribuidor *commodity*. No mundo agêntico ideal, o consumidor delegaria a um assistente virtual, profundo conhecedor de suas preferências pessoais, todas as suas necessidades de compra. As mercadorias chegariam das mais diversas plataformas, sem fricção e com menos interação consumidor-plataforma, reduzindo os espaços para anúncios pagos e rebaixando o marketplace à condição de mero centro de *fulfillment*.

Enquanto uma eventual evolução para esse cenário merece reflexões e monitoramento, entre a versão apocalíptica e o status quo existe um espectro de caminhos intermediários, que julgamos mais prováveis. Neles, enxergamos o Mercado Livre em posição de sair fortalecido.

A citação de Bezos ajuda a organizar a discussão. Preço baixo, entrega rápida e sortimento amplo seguirão sendo elementos centrais do que o consumidor deseja, com ou sem agente. Uma questão fundamental, portanto, continuará sendo quem consegue entregá-los e, nesse aspecto, *moats* relevantes do Mercado Livre residem no mundo físico e em *network effects* – camadas mais difíceis para a AI alcançar.

Ademais, fatos empíricos recentes relacionados ao amplo tema de inteligência artificial têm indicado uma leitura mais benigna aos marketplaces dominantes. O Mercado Livre reconstruiu a arquitetura de seu motor de busca sobre LLMs, e a receita de *Ads* vem crescendo mais de 60%, impulsionada por ferramentas de AI de configuração, *targeting* e mensuração, que ampliam a base de anunciantes e o gasto por lojista. É possível constatar uma aceleração de receitas de *advertising* mesmo nos negócios comparativamente mais maduros das Big Techs globais, que estão na vanguarda nos usos dos novos algoritmos. Esse quadro reforça a perspectiva positiva de *Ads*, conforme o MELI avançar na implementação de soluções similares.

Em relação ao *Agentic Commerce* especificamente, os primeiros sinais têm sido mistos. Por um lado, o Shopify tem demonstrado sucesso em traduzir o catálogo dos lojistas que usam seu software para uma linguagem mais propícia à compreensão de agentes. Já a OpenAI, após lançar o *Instant Checkout* dentro do ChatGPT, descontinuou essa funcionalidade em março de 2026, diante de conversões muito inferiores às do redirecionamento ao site do lojista e de escolhas relacionadas à sua agenda de prioridades internas.

Em paralelo, a interface conversacional *Alexa for Shopping*, já em operação na Amazon USA, tem sido objeto de comentários auspiciosos e divulgação de números favoráveis de engajamento e conversão. Tal arranjo, em desenvolvimento também no Mercado Livre, aponta para um modelo ao qual atribuímos alta probabilidade de sucesso: o *Agentic Commerce* verticalizado, operando dentro do próprio marketplace. Nesse formato, a tecnologia eleva a conversão, acelera a migração do varejo físico para o digital e amplia as barreiras de entrada, uma vez que munir um bom agente de compras exige o ativo mais escasso desse mercado: os dados proprietários de transação.

A questão certamente está longe de ser encerrada, pois a tecnologia evoluirá e a conveniência de ambos os formatos tende a crescer. Seguiremos monitorando os sinais que nos fariam revisitar essa tese, em particular a penetração de compras iniciadas em assistentes de terceiros e eventual erosão na frequência de acessos diretos à plataforma. Esse acompanhamento que temos estruturado abrange *players* dominantes de e-commerce no mundo, inclusive alguns de nichos especializados e com barreiras de entrada inferiores às de Mercado Livre e Amazon USA. Por ora, o mercado nos parece precificar o risco e ignorar a opção.

Em relação aos serviços financeiros do MELI, vertical à qual temos atribuído valor crescente nos últimos anos, o termo “ecossistema” parece finalmente se consolidar, tendo em vista as sinergias de balcões de distribuição complementares, a monetização cruzada e o acesso a dados proprietários únicos – fundamentais para o poder preditivo dos modelos de crédito. Quando olhamos separadamente as

oportunidades em cada país em que o Mercado Pago atua, estimamos que o potencial de valor advindo do agregado de Argentina e México seja ainda maior que o do Brasil. Nesses mercados, sua posição competitiva é superior e o crédito permanece pouco penetrado. Essa diversificação geográfica também traz benefícios para o negócio consolidado, tornando-o mais resiliente a eventuais cenários de piora macroeconômica de um país individual.

Finalmente, conforta-nos constatar que os executivos do MELI parecem especialmente animados com a evolução da empresa. Ver gestores de quem gostamos e em quem confiamos, à frente de um conjunto de vantagens competitivas claras, reafirmarem e aprofundarem suas apostas é um bom sinal. O resultado tem aparecido nas sucessivas revisões para cima de volumes e receitas, algo valioso em um modelo marcado por ganhos de escala e efeitos de rede.

Em nossa carta de 2021, dedicamos uma seção aos desafios de analisar empresas intensivas em tecnologia e de alto crescimento, nas quais boa parte dos investimentos flui diretamente pela DRE, por se tratar de dispêndios em ativos intangíveis: pesquisa e desenvolvimento, capital humano, sistemas, fomento de *network effects*, e assim por diante. O MELI de hoje se encaixa exatamente nessa descrição. A administração escolheu deliberadamente acelerar os investimentos em diversas frentes, trocando rentabilidade de curto prazo por expansão. Não à toa, a receita tem avançado acima de 40%, ritmo superior ao das Big Techs globais e, nesse nível de escala, inferior apenas ao de companhias diretamente expostas à cadeia de AI.

“Em nossa abordagem de investimento, não fazemos uso de múltiplos simplificados baseados em receita. Para cada companhia de crescimento acelerado que analisamos, despendemos boa parte de nosso tempo tentando identificar o montante de investimentos intangíveis que estejam passando pela DRE, buscando concluir sobre o seu verdadeiro earnings power.”

Carta aos Cotistas da Squadra (2021)

Na prática, de um ano para cá, o MELI direcionou cerca de 500 *bps* de margem EBIT para acelerar o crescimento e ampliar seus *moats*. Segundo nossas estimativas, levou as margens do e-commerce Brasil e do negócio de cartão de crédito para o terreno negativo. O lucro reportado hoje, portanto, diz pouco sobre o valor intrínseco da companhia. Ajustando de forma conservadora os investimentos intangíveis que correm pelo resultado, chegamos a um *Price to Earnings Power* por volta de 18x. Diante do ritmo de crescimento, do retorno sobre o capital investido, da diversificação geográfica e das opicionalidades envolvidas, consideramos a relação risco-retorno bastante atraente para carregarmos uma posição relevante em uma das empresas mais bem geridas de nosso universo de cobertura.

Conforme mencionado na abertura desta carta, Hapvida foi o maior erro de investimento da nossa história. Na comunicação do ano passado, apontamos como problemas centrais o preço pago, exageradamente alto, e a subestimação dos desafios trazidos pela grande quantidade de ativos adquiridos. Passado mais um ano, a conclusão inevitável é que falhamos nas três dimensões que sustentam qualquer investimento: o preço, as perspectivas do negócio e a avaliação dos administradores a quem confiamos os recursos. Este último erro foi o mais grave, pois tem efeito composto sobre os demais.

Não havia capacidade de gestão e de execução à altura da ambição empresarial que se propuseram a realizar. Prevaleceu ao longo dos anos uma visão dogmática e falhas de entendimento sobre a natureza dos problemas. O insucesso era repetidamente atribuído à falta de integração das operações adquiridas. Contudo, a própria integração acabou por se revelar o golpe mais duro para os resultados da companhia.

Com esse diagnóstico, procuramos atuar na melhoria da qualidade da governança e das pessoas, ao indicarmos para o Conselho de Administração três candidatos altamente capacitados e dispostos a dedicar ao órgão o tempo que a situação exige. O resultado da última Assembleia Geral Ordinária foi eloquente: excluídos os votos vinculados ao bloco de controle e à instituição financeira que é contraparte dos controladores em operação de swap, os três conselheiros independentes indicados pela Squadra receberam aproximadamente 80% dos votos, ao passo que os candidatos da administração somaram, em conjunto, cerca de 20%.

Foi uma demonstração, pouco comum no mercado de capitais brasileiro, de que o instituto do voto múltiplo cumpre o papel para o qual foi concebido. Indicados pela Squadra, eleitos pelos minoritários, passam a ser conselheiros da companhia – trabalhando no melhor interesse desta e da totalidade de seus acionistas.

A solução para a companhia e seu quadro de endividamento passa pela avaliação de desinvestimentos e pela simplificação do grupo. Caso essa agenda de alocação de capital eficiente e racional viesse a contemplar de forma abrangente as unidades adquiridas, incluindo a relevante subsidiária Notre Dame Intermédica, estimamos que a ação poderia se multiplicar algumas vezes. Esse movimento, com potencial de endereçar a situação de endividamento elevado, permitiria que os esforços da gestão se concentrassem na operadora Hapvida Assistência Médica, a qual reúne as operações das regiões Nordeste e Norte, berço da companhia e onde suas vantagens competitivas são mais evidentes.

Não nutrimos, contudo, ilusões sobre essa travessia. O carregamento de uma companhia alavancada, com deterioração sequencial de suas operações, é punitivo, e o horizonte para correções de rumo acaba pressionado pelos vencimentos do cronograma de dívidas. Adicionalmente, o custo de oportunidade é elevado, em virtude não só das taxas de juros básicos, mas principalmente dos altos retornos prospectivos de outras empresas de nosso portfólio. Na data de publicação desta comunicação, o investimento representa uma posição de 1% dos fundos.

Portfólio *Short* e Externalidades

Como os senhores puderam notar ao longo desta carta, parte expressiva de nosso esforço de pesquisa tem se voltado ao acompanhamento minucioso do Mercado Livre e do Nubank – e, por extensão, de outras plataformas dominantes de e-commerce e bancos digitais bem-sucedidos. Esse mesmo trabalho nos conduz, inevitavelmente, ao exame da outra ponta do fenômeno: as empresas cujas posições competitivas, retornos sobre o capital e perspectivas de crescimento acabam sendo diminuídos pela ascensão contínua dessas companhias.

Dessa análise têm surgido, ao longo dos últimos anos e também no presente, oportunidades para o portfólio *short* do Squadra Long-Biased. Alguns desses investimentos envolvem setores e empresas que hoje desfrutam de benefícios conjunturais que, em nossa avaliação, não alteram a pressão estrutural sobre seus negócios. Nesses casos, é possível, inclusive, que o aumento de *profit pools* setoriais estimule a aceleração do avanço das plataformas nessas verticais.

A relevância dos negócios internacionais de MELI e Nu trouxe como subproduto natural a ampliação da cobertura de nosso time de análise para companhias na Argentina e principalmente no México. Dado nosso modelo de *deep research*, passar a acompanhar os *players* locais, listados e não listados, tornou-se uma condição essencial para o entendimento das sucursais de Mercado Livre e Nubank.

Em relação a essa externalidade, devemos reconhecer que não contamos, nesses países, com a bagagem de quem vive diariamente a realidade local nem com uma rede de relacionamentos estabelecida ao longo de décadas. Por outro lado, julgamos que termos acompanhado de perto a evolução das plataformas de e-commerce dominantes e dos bancos digitais no Brasil pode significar um diferencial de entendimento sobre os impactos que o avanço deles tende a produzir em variadas indústrias e empresas. Dessa forma, de alguns anos para cá, temos avaliado, e eventualmente realizado, investimentos em outras companhias listadas, tanto *short* quanto *long*, nessas geografias.

Miscelânea

Em cartas anteriores, relatamos a criação, em 2021, de nossa área de dados e alguns de seus desenvolvimentos desde então. A evolução das ferramentas de inteligência artificial, contudo, modificou fundamentalmente o escopo desse trabalho, e hoje vemos essa equipe como parte integrante do Research. A área deixou de cumprir apenas o papel de apoio às análises: assumiu a missão de preparar a empresa para conviver e prosperar com essas ferramentas de propósito geral. Por sabermos se tratar da primeira mudança medular na forma de trabalhar desde o início da Squadra, temos dedicado esforços substanciais a essa iniciativa e à infraestrutura que a sustenta.

Em nossas reuniões sobre *cases* de investimento, a pergunta “como AI pode afetar isso?” tornou-se tão recorrente que criamos um fórum semanal exclusivamente dedicado ao tema. Nele, passamos a discutir tanto os efeitos, reais e potenciais, sobre as companhias de nosso universo de análise quanto as evoluções prioritárias para a própria Squadra.

A inteligência artificial indubitavelmente consegue processar, filtrar, resumir e organizar um volume de informações ordens de grandeza maior do que conseguiríamos sozinhos – e em uma fração do tempo. Sendo assim, em nossa atuação interna, um dos focos tem sido um caminho pouco glamouroso, mas que se traduz em ganhos concretos de produtividade no dia a dia. Consiste em delegar à máquina tarefas que consomem tempo de um analista: o preenchimento de modelos, a leitura errática de uma miríade de relatórios e e-mails, a captura sistemática das notícias de cada companhia, a busca por informações em fontes e documentos espalhados... Executados ou organizados pela máquina, esses passos devolvem ao analista horas que antes se perdiam no trabalho de baixo valor agregado e melhoram seu resultado. Na prática, temos buscado montar agentes que replicam parcelas importantes do próprio trabalho de pesquisa: o analista recebe um estágio inicial elaborado e prossegue a partir dali.

Na mesma direção, os analistas passaram a ser diretamente “donos” das diversas bases e dashboards setoriais que mantemos, tornando-se capazes de adaptá-los rapidamente, criar análises adicionais e interagir com os dados brutos para aprofundar seus entendimentos.

Em uma frente estruturante, desde meados de 2025, temos nos dedicado a transformar o conhecimento acumulado da Squadra em uma base de dados *LLM-friendly*, organizada de modo que possa ser efetivamente lida e interpretada por modelos de linguagem. O conhecimento que de fato importa raramente nasce organizado. Ele vive na cabeça dos analistas, em conversas e em anotações esparsas. Adotamos uma postura de “acumuladores de conteúdo”, arquivando de forma estruturada aquilo que possa servir a uma decisão de investimento. É essa base proprietária que permite aos modelos compreender o contexto de cada tese e as variáveis que identificamos como decisivas, à luz de nossa filosofia de investimento.

O trabalho de análise, por sua natureza, não se esgota. Há sempre uma empresa a conhecer mais a fundo, uma tese a revisitar, um risco a apurar, um concorrente a acompanhar... A facilidade para extrair e sistematizar documentos, bem como para percorrer informações pouco estruturadas, tem possibilitado, por exemplo, um acompanhamento mais atento de comparáveis internacionais de cada uma de nossas posições. Cruciais para os investimentos em Mercado Livre e Nubank, as coberturas de México e Argentina, comentadas na seção anterior, tiveram rampas mais rápidas do que seria possível no passado.

Essencialmente, tem sido um período estimulante para a atividade de estudar empresas e negócios. Compreendemos mais rapidamente o contexto de cada assunto, ponto de partida para formar opinião crítica e para qualificar nossas interações. É nesse terreno primordial que temos reinvestido as horas recuperadas: em apresentações e discussões internas, em contatos mais frequentes com companhias e nossa rede de relacionamento – sempre com o objetivo fundamental de formular e testar as teses de investimento.

Como dito no início, esta é a iniciativa que mais se distingue do que empreendemos desde a fundação da Squadra. O objetivo, contudo, permanece o mesmo de sempre: entender profundamente as empresas brasileiras, a dinâmica de cada setor, a microeconomia específica de cada negócio.

Agradecemos aos senhores cotistas pela confiança em nosso trabalho ao longo dos 18 anos de existência dos fundos. Como sempre, nos encontramos à disposição para tentar esclarecer suas dúvidas referentes aos temas aqui abordados ou a quaisquer outros de seu interesse.

Atenciosamente,

Equipe Squadra