



Carta da Gestão - 1º Semestre 2025

"Entre ruídos e fundamentos"

1. Uma Pausa Necessária

“A margem de segurança é alcançada quando os preços dos ativos estão muito abaixo do valor intrínseco — não quando sua volatilidade é baixa.”

— Seth Klarman

Após um período sem publicações, retomamos nossa Carta de Gestão. Escolhemos este momento não apenas para reportar números, mas também para refletir sobre o que, de fato, acreditamos ser essencial na gestão de patrimônio com foco em renda variável.

Nos últimos anos, presenciamos um mercado em que a narrativa muitas vezes se sobrepôs aos resultados concretos. E justamente contra esse excesso de ruído que buscamos nos posicionar.

Em termos operacionais, a evolução dos resultados de nossas empresas superou as expectativas mais otimistas. Apesar do excelente desempenho do fundo no semestre, acreditamos que o desconto entre o preço e o valor das nossas investidas aumentou ainda mais.

Enxergamos um potencial relevante a ser capturado, especialmente com a convergência dos juros reais — no Brasil e no mundo — a patamares mais razoáveis, favorecendo o retorno dos fluxos de capital para renda variável. Isso ocorre em um contexto de múltiplos bastante descontados, consequência de operações subprecificadas e anos de narrativas pessimistas, o que acarreta prêmios de risco (nos preços dos ativos) muito generosos. Segundo dados disponibilizados pela ANBIMA, estamos em uma das menores exposições a renda variável dos últimos 25 anos, apenas perdendo para os níveis de 2024, que bateram recordes históricos. Abaixo segue gráfico com nível de alocação dos Fundos locais na classe de ativos de Ações:



Reconhecemos, entretanto, que o timing para retomada do fluxo de ações segue incerto. Uma das poucas certezas que temos é que a alta volatilidade, antes exceção, tornou-se o novo normal. Nosso papel não é prever datas específicas, mas garantir que estejamos bem-posicionados quando o mercado voltar a reconhecer o valor real de nossas empresas.

2. O Mercado em 2025: Muito Barulho, Poucas Novidades

Apesar da volatilidade, 2025 não trouxe grandes surpresas. O governo mantém gastos elevados e as notícias sobre a questão fiscal surgem repetidamente ao longo do dia. Ainda assim, não acreditamos que o déficit fiscal primário seja catastrófico. O verdadeiro peso vem do custo com juros da União, reflexo de uma gestão que privilegia aumento de arrecadação em detrimento do controle de gastos. Não é uma novidade, tampouco uma tragédia iminente. Vale lembrar que o Brasil segue entre os países com maiores reservas cambiais do mundo, fator que confere resiliência à economia. Em suma, é um tema relevante, que merece acompanhamento, mas acreditamos que o prêmio de risco associado já se encontra amplamente precificado nas taxas e nos descontos.

Do lado positivo, a inflação, ao contrário do que parte da mídia sugere, está próxima da média histórica dos últimos 31 anos. Como, então, classificá-la como alta? Acreditamos que parte da questão está na meta de inflação, que consideramos mal calibrada. Exigir que um país com instituições medianas como o Brasil atinja 3% de inflação como centro da meta é descabido. O mecanismo de indexação presente em contratos e reajustes automáticos de salários nos moldes CLT em função da inflação passada, assim como diversas inseguranças jurídicas elevam os custos de transação da economia brasileira.

Embora vejamos o governo Lula 3 como errático na condução fiscal, entendemos que, nesse ponto específico, a responsabilidade também recai sobre o mercado e sobre a insistência do CMN em estabelecer metas pouco realistas.

No cenário externo, a recente política tarifária do governo Trump adiciona incertezas relevantes ao comércio global. O aumento de tarifas sobre diversos setores pode reconfigurar cadeias produtivas, elevar custos em escala mundial e gerar pressões inflacionárias adicionais, retardando a convergência dos juros globais.

O pano de fundo segue desafiador: juros elevados restringem a liquidez, enquanto a narrativa macroeconômica oscila rapidamente entre otimismo e pessimismo — às vezes em poucos dias. Nesse ambiente, o excesso de manchetes e opiniões tem gerado mais ruído do que clareza, reforçando a importância de distinguir preço de valor.

Foi nesse contexto que utilizamos parte de nosso caixa para ampliar gradualmente a exposição a renda variável, aproveitando quedas de preços. Foram movimentos prudentes, feitos com disciplina e convicção.

3. Onde Vemos Valor

Para nós, risco é a perda permanente de capital — e esta decorre da destruição de valor ao acionista, seja por má gestão, seja por alocação de recursos em ativos com preços excessivamente elevados.

A teoria financeira tradicional, consolidada no CAPM (Capital Asset Pricing Model), parte da premissa de que maior volatilidade implica maior risco. Consideramos essa lógica falha, especialmente para horizontes de longo prazo. Se preço não é valor, como usar a variação de preços como insumo para calcular valor? Trata-se de um raciocínio circular.

Um ativo pode ser volátil e, ainda assim, representar excelente oportunidade de investimento — desde que seus fundamentos permaneçam sólidos e seu preço esteja abaixo de seu valor intrínseco.

Boas empresas não são, necessariamente, bons investimentos. Bons investimentos surgem da compra de boas empresas a preços justos. Como disse Warren Buffett:

“Preço é o que se paga; valor é o que se leva.”

Quando falamos em fundamentos sólidos, enxergamos cinco pilares essenciais:

1. **Boa gestão** – estratégias adequadas e capacidade de execução.
2. **Bom produto ou serviço** – propósito claro e relevante no mercado de atuação.
3. **Ambiente competitivo saudável** – capacidade de exercer *pricing power*.
4. **Geração consistente de valor para o acionista.**
5. **Preço descontado em relação ao valor** – margem de segurança que protege a carteira contra incertezas.

É com essa lente que buscamos empresas cujos preços não refletem sua realidade econômica. Nosso objetivo não é suavizar a volatilidade aparente, mas capturar valor real, ainda que o caminho seja sinuoso.

Não acreditamos em futurologia. O futuro é incerto e condicionado a inúmeras variáveis. Preferimos adquirir bons negócios com boa margem de segurança, ao invés de tentar acertar o market timing, habilidade restrita a pouquíssimos.

4. O Papel da Paciência

Investir exige paciência — um recurso cada vez mais escasso em um mundo imediatista.

A volatilidade, longe de ser inimiga, é a matéria-prima das melhores oportunidades. Ao longo do semestre, mantivemos disciplina mesmo sob pressão, reforçando convicções quando o mercado optou pelo curto prazo.

Apesar do desempenho mais fraco em julho, seguimos com excelentes resultados em 2025 e no acumulado do fundo: alta de 53,8% em quase quatro anos, representando um CAGR médio de 11,9% a.a. Apesar da trajetória irregular, acreditamos que nosso trabalho começa a gerar frutos consistentes.

Temos orgulho em compartilhar que, segundo dados públicos da CVM, o Fundo Harpia encerrou o 1º semestre entre os 1,4% melhores Fundos de Ações Long Only do Brasil nos últimos 12 meses. Nas janelas de 24 e 36 meses, também figuramos entre as melhores posições — um resultado que reforça nossa disciplina e consistência.

	YtD	12m	24m	36m
Ibovespa	16,2%	11,9%	16,6%	41,0%
Fundo Harpia Value Investing	50,0%	40,5%	39,9%	93,9%
Top Percentil na Indústria	1,4%	1,4%	6,0%	3,7%

Neste levantamento, foram excluídos Fundos Seeders, Fundos Mono-ação e Fundos com taxa de administração inferior a 1%, buscando comparação com estratégias similares.

Nosso objetivo não é apenas figurar pontualmente entre os melhores percentis, mas entregar retornos consistentes e estar de forma recorrente no primeiro quartil de desempenho. Esse resultado reflete não sorte, mas paciência e disciplina — valores que norteiam nossa filosofia de investimento.

Nada disso seria possível sem a confiança e a paciência de cada um de vocês, nossos cotistas. É essa parceria que nos permite atravessar períodos de maior volatilidade e colher resultados sustentáveis no longo prazo.

5. Olhando à Frente

Acreditamos que o segundo semestre será marcado por:

- Impacto das tarifas no comércio global e seus efeitos sobre a inflação nas cadeias produtivas.
- Inúmeras manchetes sobre a situação fiscal brasileira — importante, mas prêmio de risco mais do que incorporado nos preços atuais.

- Maior volatilidade dos preços à medida que o mercado tenta antecipar as eleições de 2026.
- Possível aceleração da convergência do IPCA ao centro da meta, no horizonte relevante estipulado pelo CMN.
- Aproximação da retomada dos cortes de juros pelo Federal Reserve, com impacto potencial nos fluxos de capitais globais.
- Acirramento da disputa política entre os poderes no Brasil, aumentando o ruído institucional.
- Continuidade do avanço operacional de nossas investidas, reforçando nossa convicção de longo prazo.

Seguiremos atentos, sem perder de vista nossa essência:

Investir com a convicção de que volatilidade não é risco — é oportunidade para quem sabe o que procura. Foco no longo prazo, em operações rentáveis, bem geridas a preços atrativos, com bastante margem de segurança.

6. Encerramento

Esta carta marca nosso retorno ao diálogo com os cotistas.

Queremos oferecer não apenas transparência, mas também reflexão e uma perspectiva diferenciada. Reiteramos nosso compromisso de buscar retorno consistente com responsabilidade e, principalmente, de ajudar nossos cotistas a dissociar volatilidade de risco, resgatando o verdadeiro sentido de investir em empresas de valor.

Nosso foco não é ser excessivamente otimistas ou pessimistas, mas manter realismo e serenidade. No balanço dos riscos, acreditamos que o cenário atual é bastante favorável para a alocação em ações brasileiras de qualidade.

Atenciosamente,

Equipe Harpia,

Felipe Freiria | felipe.freiria@harpia-asset.com | (11) 99631-7424

Marcelo Messias | marcelo.messias@harpia-asset.com | (11) 99109-1580

