



Carta da Gestão - 2º Semestre 2025

I. Retrospectiva 2025

Em linhas gerais, houve valorização disseminada em diversos setores da bolsa em 2025. O principal índice, o Ibovespa, avançou 34,0%, o índice de Small caps apresentou alta de 30,7%, enquanto o Harpia Value FIA subiu 68,5%. Ou seja, geramos alfa de 34,5%. Temos convicção de que nossa performance superior ao mercado decorreu de um processo de seleção de ativos bem desenhado, aliado a uma baixa rotatividade da carteira, condizente com nossa filosofia de Value Investing e com a estratégia Long Only, Buy and hold.

Ao longo dos últimos cinco anos, nossas empresas passaram por um processo contínuo de amadurecimento, apresentando ganhos consistentes de eficiência, crescimento de resultados e fortalecimento de suas posições competitivas. Em 2025, esse movimento começou, finalmente, a se refletir de forma mais clara nos preços dos ativos.

No conjunto das 12 investidas do Fundo, 9 apresentaram melhora significativa em seus resultados nos 12 meses acumulados findos no 3º Trimestre de 2025, com um crescimento médio de lucros próximo a 98% em relação ao ano anterior. Trata-se de um avanço expressivo, especialmente considerando que boa parte dessas companhias já vinha entregando evolução operacional consistente em exercícios anteriores.

Vale destacar que três das doze teses apresentaram piora no lucro líquido, movimento explicado majoritariamente por moderada alavancagem financeira associada a um custo de capital mais elevado. Do ponto de vista econômico, contudo, são companhias com EVA positivo, crescimento de receita e expansão de EBITDA, indicando geração de valor para o acionista mesmo em um ambiente financeiro mais restritivo. Por serem teses com maior grau de incerteza, somam menos de 20% do patrimônio do Fundo. Acreditamos que o momento de inflexão destes investimentos deva ocorrer ao longo de 2026.

Quando ampliamos a visão para uma análise desde 2020, temos uma figura ainda melhor. Apenas uma tese teve piora no lucro líquido no acumulado de 12 meses findos no 3º Trimestre de 2025 frente ao mesmo período de 2020. Na média, houve crescimento de 270% nesta métrica, ou ainda 22% de crescimento ao ano, incluindo esta tese deficitária. Excluindo-a da base, temos um crescimento médio anualizado de 27% no período.

Ou seja, o ano de 2025 foi bastante relevante no que tange ao avanço operacional de nossas investidas, porém não achamos justo creditar toda melhora operacional das empresas a ele. Pelo contrário, as operações vêm amadurecendo a ganhando tração contínua ao longo dos últimos 5 anos.

A valorização de 68,5% da cota no ano reflete essa melhora operacional e pode ser entendida como um movimento de convergência parcial entre preço e valor. Parcial porque, apesar da alta relevante, entendemos que as cotações ainda não incorporam, nem de perto, o atual nível de resultados das empresas investidas, que seguem negociando a múltiplos bastante descontados. Abordaremos o racional com mais detalhes a frente.

Em nossa leitura, 2025 marcou o início de um processo de realinhamento entre fundamentos e preços, com o mercado começando a reconhecer avanços

microeconômicos que foram construídos ao longo de vários anos. Ainda assim, entendemos que esse processo está longe de concluído.

Por fim, gostaríamos de agradecer a confiança e a paciência de todos os cotistas, os quais o alinhamento foi imprescindível para que conseguíssemos executar nossa estratégia de gestão em um ambiente tão conturbado. No ano de 2025 a paciência começou a ser recompensada.

II. Quem somos: nossa filosofia de investimento

Os resultados apresentados ao longo desta carta não decorrem de decisões pontuais ou de leituras conjunturais de mercado, mas da aplicação consistente de uma filosofia de investimentos fundamentalista baseada na seleção de ativos com valor justo superior a cotação de tela. Nosso foco está na análise profunda de empresas: seus modelos de negócio, estrutura competitiva, geração de caixa e disciplina de capital. Não tentamos antecipar movimentos macroeconômicos ou oscilações de curto prazo no preço dos ativos. Entendemos que são bons fundamentos associados a assimetria entre o preço e valor os motores de retornos no longo prazo.

Na nossa visão, as maiores ineficiências de mercado tendem a se concentrar no universo de Small e Mid caps, segmentos frequentemente negligenciados por grandes investidores institucionais e menos cobertos por analistas. Ao contrário do senso comum, tamanho não é sinônimo de fragilidade. Existem empresas nesses nichos com resiliência operacional, vantagens competitivas bem estabelecidas e capacidade comprovada de geração de valor ao longo do tempo, muitas vezes negociadas a múltiplos excessivamente descontados em relação ao seu valor justo.

Nossa abordagem prioriza a qualidade dos fundamentos econômicos das companhias, acima de sua notoriedade ou liquidez imediata. Buscamos empresas capazes de atravessar ciclos adversos preservando margens, gerando caixa e alocando capital de forma racional. A esses atributos, é imprescindível que qualquer investimento apresente racionalidade de preços e, como consequência, uma margem de segurança adequada. A filosofia de Value Investing ocupa, portanto, papel central em nosso processo de alocação de recursos. Acreditamos que, no longo prazo, são esses atributos, não a popularidade momentânea de um ativo, que sustentam retornos consistentes ao acionista. Nesse sentido, a discussão de quando os juros vão subir ou cair, nos parece bastante simplista, sendo esta, apenas uma das importantes peças do universo de investimentos.

Hoje, a carteira de investidas da Harpia, que conta com 12 empresas, tem relação de Preço vs Lucro de 7,64x. Vale ressaltar que uma das nossas teses se encontra em fase final de reestruturação, apresentando prejuízos. Esse cenário já vem se modificando e, a partir de meados de 2026, esperamos enxergar uma inflexão dos números. Considerando nossas expectativas operacionais para carteira em meados de 2027, enxergamos um múltiplo de Preço vs Lucro ponderado de aproximadamente 6 vezes. Ou seja, a cota ao longo do ano de 2027 deveria se valorizar 27% para manter o patamar de 7,64x lucros, que já consideramos

bastante descontado. Quando levamos em conta outras variáveis e prazos mais longos, o potencial de valorização sobe bastante.

A disciplina de capital é um pilar central em nosso processo de investimento. Avaliamos não apenas o crescimento dos resultados, mas a forma como esse crescimento é alcançado, com atenção especial ao retorno sobre o capital investido, à estrutura de capital e à capacidade de geração de valor econômico. Investir, em nossa visão, não é apenas crescer, mas crescer de forma rentável e sustentável, preservando valor ao longo do tempo e evitando destruição de capital em ciclos adversos.

Nossa estratégia é Long Only, com horizonte de investimento estendido e abordagem Buy and Hold. Mantemos uma baixa rotatividade da carteira, não por inércia, mas por convicção. Entendemos que o tempo é um aliado fundamental do bom investimento e que a captura do valor intrínseco das empresas exige paciência, especialmente em ambientes de maior volatilidade e ruído informacional, nos quais o preço frequentemente se distancia dos fundamentos.

Por fim, reforçamos que não operamos eventos macroeconômicos. Não é o perfil da carteira; seguimos empresas e seus fundamentos econômicos. Acreditamos que o alinhamento entre gestor e cotista passa pelo entendimento claro dessa filosofia. Nossa estratégia pode, em determinados momentos, se distanciar do consenso de mercado ou atravessar períodos de maior desconforto e volatilidade. Ainda assim, seguimos confiantes de que a combinação entre Value Investing, análise fundamentalista profunda, disciplina de capital e horizonte de longo prazo é a melhor forma de construir valor de maneira consistente.

III. O que esperamos para 2026 e o futuro

O que vai acontecer neste ano é de difícil previsão, especialmente pelo fator eleitoral associado a um volume de negociações incrivelmente alto de Fundos classificados como quantitativos e/ou macroeconômicos. Este grupo de Fundos, por tentar incorporar o impacto de cada nova notícia nos valores justos dos ativos, acaba por acrescentar bastante volatilidade no mercado.

Além da volatilidade eleitoral acentuada pelo volume de negociação dos Fundos “quants” mencionados, fatores que pesam para uma acomodação da cota no curto prazo são os vieses cognitivos de ancoragem. Por exemplo. Se temos uma ação que há 6 meses atrás valia 10 reais e hoje é negociada a 25 reais. Existe uma parcela dos investidores que pensa “essa ação já subiu demais, vou vender”. Não existe nada de errado com essa decisão, cada um sabe o melhor para si, porém, a ancoragem da decisão racional não deve ser feita em cima do preço, e sim do valor justo da empresa. Nesse exemplo, o investidor racional se perguntaria. “Por que a ação se valorizou de 10 reais para 25 reais? Qual o valor econômico da ação dessa empresa?”. Caso a resposta seja, por exemplo 100 reais, mesmo com essa valorização hipotética, vender a ação a 25 deixa de ser uma boa decisão e passa a ser ancorada por um viés cognitivo.

Já sob uma perspectiva mais otimista, temos duas variáveis que pesam bastante a favor da valorização da cota. Os resultados operacionais e os juros. Do lado operacional, como mencionado, esperamos um múltiplo em meados de 2026, que orbita algo em torno de 6x lucro. Muito barato. Adicionalmente, a taxa Selic deve cair ao longo do ano, reduzindo o custo de capital e aumentando o fluxo de recursos para os ativos da Bolsa. E para nós, pouco importa o mês específico. Como nossa estratégia é de longo prazo, alguns meses a mais ou a menos têm pouco ou nenhum efeito no retorno final de nossos investimentos, acrescentando, no entanto, turbulência no caminho.

Sendo assim, estamos bastante otimistas com as perspectivas econômicas de nossas investidas. O cenário macroeconômico é desafiador, por de um lado termos variáveis que corroboram para uma maior demanda por ativos de renda variável, e de outro, termos uma fuga por contratos mais estáveis.

Qual será o resultado desta interação de variáveis no curto prazo? Não sabemos. Contudo, para o investidor paciente, que visa resultados de longo prazo e aceita a volatilidade como um padrão de mercado e não como métrica de risco, esse é um ótimo momento, com margens de segurança bastante elevadas e retornos esperados altos. Na balança de risco retorno, a exposição a bons ativos em renda variável nos parece bastante racional, mesmo contra uma SELIC de 15%. Acreditamos que o ano provavelmente contará com períodos mais turbulentos do que 2025, porém as perspectivas além da turbulência são bastante positivas.

Atenciosamente,

Equipe Harpia,

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

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

