

## Uma Jornada Que Não Termina

*“Nenhum vento sopra a favor de quem não sabe para onde ir.” – Sêneca*

*“Mesmo que já tenha feito uma longa caminhada, sempre haverá mais um caminho a percorrer.” – Santo Agostinho*

### Sumário

Em 2025, a LIS CAPITAL completou nove anos desde o lançamento do seu primeiro fundo, o LIS Value FIA. Embora o fundo tenha se valorizado, sua performance caminhou em ritmo distinto do Ibovespa nos últimos períodos, reflexo natural da nossa exposição a ativos fora do radar que apresentam desconexão com os índices tradicionais — uma dinâmica que já enfrentamos anteriormente em nossa caminhada, a exemplo de 2018, período que serviu de prelúdio para o nosso melhor momento histórico em 2019. Estamos convictos de que, se o movimento de Brasil for sustentável, teremos todas as condições de performar e aproveitar o ciclo, aliando uma robusta margem de segurança a um *upside* expressivo. Diferente de um 'voo de Ícaro', nosso portfólio carrega fundamentos sólidos que sustentam um espaço ainda maior para uma subida estrutural. Essa performance momentânea não guarda relação com a qualidade dos ativos que compõem nossa carteira. Fiéis ao nosso DNA, abordamos cada tese de investimento com uma profundidade investigativa para garantir alocação em empresas de excelente qualidade, o que nos confere a "paz cognitiva" necessária para aguardar a maturação das teses e as devidas reprecificações de mercado. O Brasil ensaiou ciclos de cortes de juros ao longo dos últimos dois anos que, embora ainda não tenham se concretizado plenamente, geraram uma forte volatilidade de liquidez na bolsa — um cenário especialmente nocivo para ativos com o perfil desconectado. No entanto, entendemos que a iminência desse processo permanece no horizonte e tende a ser o principal catalisador no curto prazo para as ações do nosso portfólio. São ativos que, por possuírem menor liquidez e alta desconexão, ainda não capturaram a valorização observada no Ibovespa ao longo de 2025. Essa visão oportunística em ativos não óbvios, compartilhada por nossos investidores, refletiu-se em um fluxo líquido de captação positivo nos últimos meses, levando o Patrimônio Líquido (PL) da LIS CAPITAL a patamares recordes.

Nosso objetivo é consolidar a LIS como uma das casas de investimento mais longevas do Brasil. Queremos atravessar décadas, passando por momentos bons e ruins, mantendo sempre o rigor técnico, a mesma equipe de gestão e os mesmos sócios. A visão das citações no início desta carta reflete nossa crença de que a gestão de capital, assim como a vida, é uma jornada de crescimento contínuo. Independentemente dos marcos já alcançados ou ainda por alcançar, entendemos que o amadurecimento institucional exige a busca constante por novos desafios, transformando cada oportunidade em um degrau para o desenvolvimento de longo prazo. Gostamos da analogia do peregrino: somos como aquele que percorre uma longa jornada, ciente de onde quer chegar e recusando atalhos fáceis. Enfrentamos as intempéries do caminho convictos de que são os processos sólidos que permeiam nossas decisões e garantem a segurança do destino.

Cientes da longa jornada e da recorrência de cenários adversos no Brasil, expandimos nosso leque de ferramentas de defesa. Se no passado a proteção via derivativos foi eficaz — como durante a pandemia — percebemos que ela é menos eficiente em períodos de deterioração paulatina dos mercados. Para nos adaptarmos a essa realidade cíclica e muitas vezes árida, desenvolvemos, nos últimos três anos, duas estratégias complementares que deram

início aos fundos LIS Internacional e LIS Dividendos. O sucesso na implementação dessas estratégias passará a nos dar mais munição, fortalecendo a defesa do LIS Value e ampliando nossa capacidade de navegar os ciclos de juros, tão determinantes para a performance dos fundos de ações no Brasil, por meio da diversificação geográfica e das estratégias de alocação.

Com esse arsenal, o LIS Value evolui para um fundo preparado para as diversas fases do mercado. Nosso objetivo não é "torcer" por um cenário específico, mas ter a agilidade e a flexibilidade necessária para adaptar o portfólio aos diferentes ciclos. Embora estejamos posicionados para uma reprecificação rápida — visando eventos como os cortes de juros e o cenário eleitoral de 2026, de forma análoga ao que capturamos em 2019 — temos hoje a flexibilidade para migrar rapidamente para uma postura defensiva, ancorada em *Value Investing*, dividendos e exposição em moeda forte.

Abrimos, assim, mais uma avenida de valor aportado aos nossos investidores. Além de buscar as melhores oportunidades de risco *versus* retorno na bolsa brasileira, com alto grau de convicção via nosso trabalho investigativo e proximidade com as empresas investidas, temos a flexibilidade e as ferramentas adequadas para leitura do cenário econômico. Assim, seremos capazes de ajustar o balanço entre estratégias de investimento de acordo com o ambiente macroeconômico e político.

Esta carta detalha nossa visão atual, a performance do portfólio e como os novos produtos da LIS CAPITAL se integram à nossa filosofia inegociável de investimento.

Boa leitura.

## 9 Anos de LIS VALUE – Uma Jornada Que Não Termina

Santo Agostinho (354–430 d.C.), um dos maiores pensadores do cristianismo e da filosofia ocidental, viveu uma trajetória marcada pela busca incessante pela verdade e pela transformação interior. De jovem hedonista e retórico em Cartago, converteu-se após uma longa jornada intelectual e espiritual, sintetizando razão e fé em suas obras. Sua filosofia defende que o ser humano está em constante peregrinação em direção ao bem e à sabedoria — um caminho que não se encerra enquanto estivermos neste mundo.

Ao completar 9 anos, o LIS Value reafirma sua filosofia de investimento na busca pela verdade, em estreita sintonia com o pensamento agostiniano. Assim como o filósofo, crescemos, evoluímos, nos adaptamos, mas julgamos que ainda temos uma longa trilha a percorrer.

O que nasceu como uma casa monoproduto amadureceu para uma família de estratégias complementares. Todas, sem exceção, foram erguidas sobre os mesmos pilares: filosofia de valor, rigor processual e defesa intransigente do capital, sempre priorizando o alinhamento de interesses com nossos cotistas.

Hoje, somos uma casa mais robusta, com múltiplas estratégias, maior presença geográfica, maior domínio macroeconômico, e uma equipe que se manteve unida e cresceu sem perder coesão. Mas continuamos movidos pelo mesmo propósito: encontrar valor em oportunidades não óbvias por meio de uma profundidade analítica ímpar no mercado — quanto mais nós investigamos a “verdade”, maior a convicção em nossos investimentos e melhor a relação de retorno para risco real do nosso investidor. Hoje nossa carteira está bastante focada em empresas nas quais investimos há anos, com ótimo relacionamento construído e uma visão bastante precisa do real valor a ser extraído dos seus modelos de negócio.

Mas não estamos estacionados no que já temos investido. Assim como Agostinho via o tempo como uma extensão da alma — *“há um presente das coisas passadas, um presente das coisas presentes e um presente das coisas futuras”* — também aprendemos que gerir capital é, no fundo, gerir o tempo. O presente é o trabalho diário, metódico e racional; o passado é o aprendizado dos ciclos já vividos; e o futuro é a projeção disciplinada de valor que ainda não se materializou, mas cuja convicção nos faz antecipá-la. Acreditamos, como Agostinho, que *“subir é preciso; não para o alto do mundo, mas para dentro de si mesmo”*. Por isso, ao olhar para trás, não nos mensuramos apenas por números, mas também pela coerência do caminho. E ao olhar para frente, sabemos que ainda há muito a percorrer — porque o investimento, como a vida, é uma jornada que não termina com o tempo, mas se engrandece com ele. Amadurecemos nossa filosofia de investimentos, nosso ferramental analítico — tanto para empresas quanto para o cenário econômico e, principalmente, a nossa gestão de portfólios, que permite que a LIS execute diferentes estratégias com o mesmo foco e qualidade com a qual sempre conduzimos o LIS Value.

Análise do Ambiente: A Geopolítica do Capital e o Despertar dos Emergentes

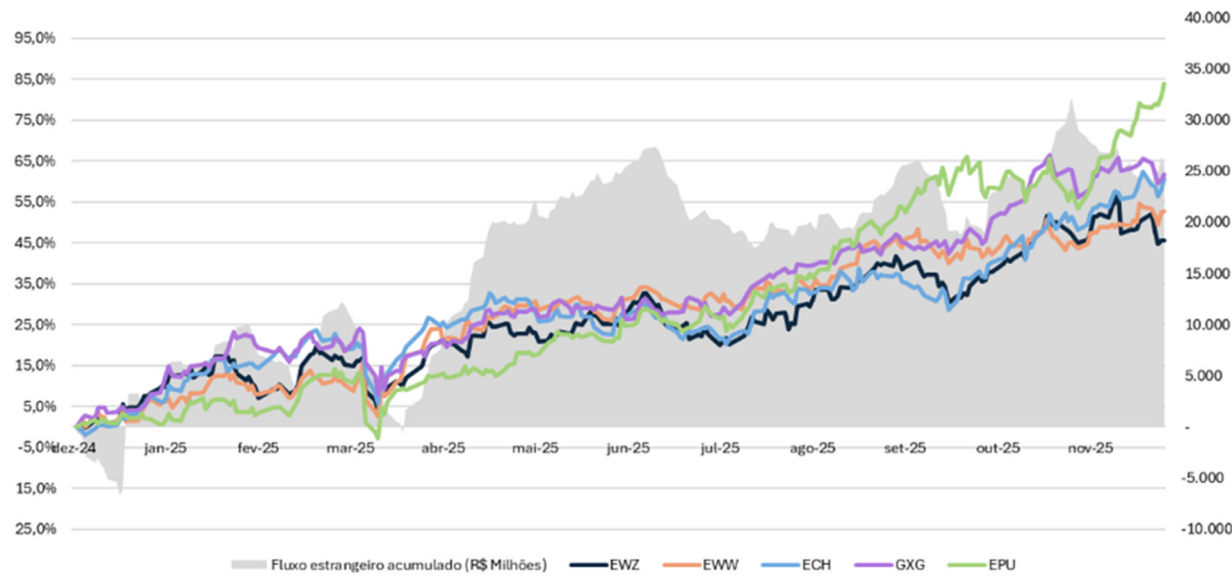
O investidor de renda variável no Brasil atravessou grande parte do atual ciclo sob um sentimento de frustração persistente. O desempenho dos ativos domésticos figurou entre os piores do mundo, reflexo direto de uma dinâmica fiscal marcada pela baixa preocupação do governo com a austeridade. Embora tenhamos experimentado alguns momentos positivos, esses ficaram restritos a "espasmos de otimismo", em que cada sinalização de queda de juros era rapidamente neutralizada por ruídos políticos e revisões inflacionárias, mantendo a bolsa brasileira em um estado de letargia enquanto os mercados desenvolvidos avançavam.

Contudo, a partir de abril de 2025, o tabuleiro global sofreu uma alteração estrutural. De forma contraintuitiva, a instabilidade gerada pelas novas tarifas e políticas protecionistas da administração Trump nos Estados Unidos desencadeou uma mudança na "geopolítica do capital". O aumento da incerteza no centro do capitalismo global propiciou uma redistribuição estratégica de fluxos. Embora esse movimento seja marginal para os trilhões de dólares que orbitam o mercado americano, ele foi suficiente para alterar drasticamente os preços em mercados emergentes que operavam com níveis de alocação historicamente deprimidos, especialmente o Brasil.

O Retorno do Estrangeiro: O Driver de "Fora para Dentro"

Os fluxos de 2025 revelam que a recuperação recente da bolsa brasileira não foi um fenômeno endógeno, mas sim um rali impulsionado pelo investidor estrangeiro. Após uma capitulação severa em 2024, com a saída de R\$ 32 bilhões da B3, o regime mudou em 2025. O investidor externo reassumiu o papel de financiador líquido, aportando aproximadamente R\$ 26 bilhões até dezembro. Este movimento foi coordenado e *top-down*: vimos ETFs de Brasil (EWZ), México (EWW) e Chile (ECH) subirem de forma sincronizada à medida que os fundos de Mercados Emergentes (GEM) voltaram a ter captação líquida positiva nos últimos 6 meses.

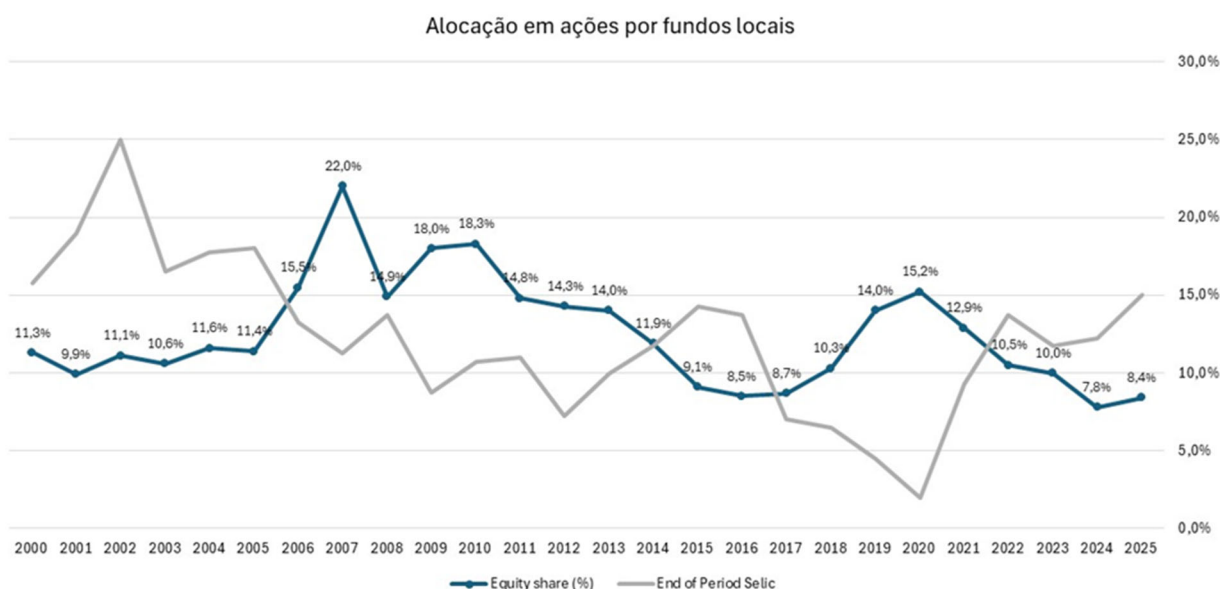
2025: Fluxo Estrangeiro Acumulado e Retorno de Bolsas LATAM



Fonte: Economática, B3

Entretanto, apesar da alta conjunta em 2025, ao observarmos o retorno acumulado em dólares no biênio 2024–2025, o Brasil segue significativamente abaixo do restante do grupo: enquanto o EWZ subiu apenas 1%, os pares da região apresentaram retornos substancialmente superiores, como o México (EWW) com +9%, o Chile (ECH) com +47%, a Colômbia (GXG) com +60% e o Peru (EPU) com +123%. Em dois anos, o mercado brasileiro consolidou-se como o que menos se valorizou entre os pares.

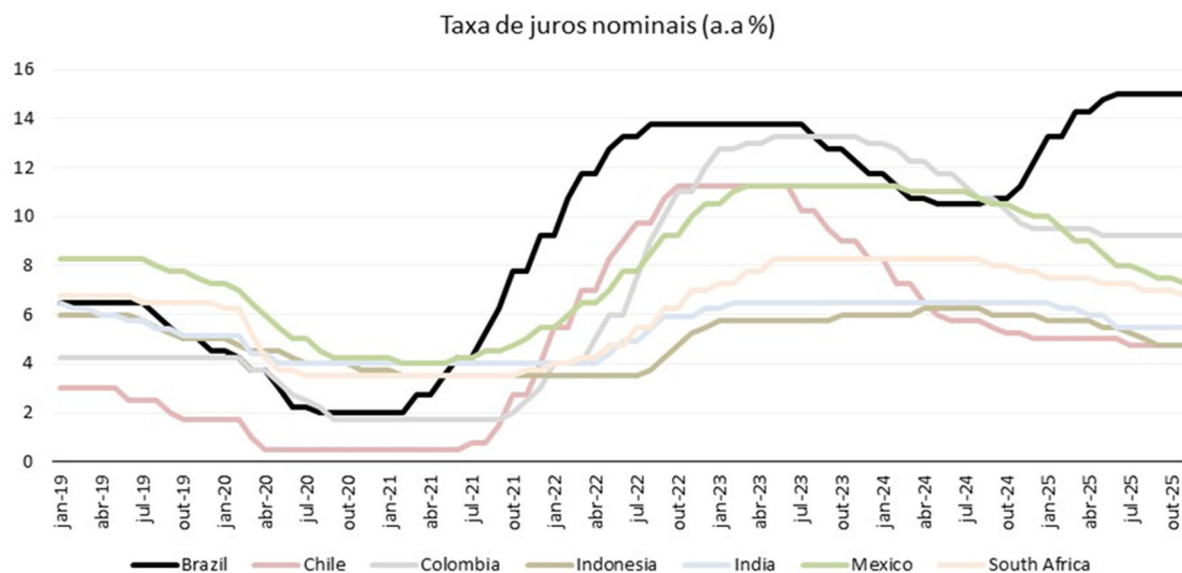
Enquanto o estrangeiro retomava as alocações, o investidor (profissional) doméstico permaneceu defensivo. A indústria local de fundos de ações e multimercados continuou enfrentando resgates líquidos, enquanto os fundos de renda fixa seguiram com forte captação. Nos últimos 2 anos, a alocação local em ações permaneceu em pisos históricos, orbitando próximo dos 8% do patrimônio total da indústria, patamar inferior até mesmo ao de fases críticas como 2016 e uma fração dos 14%–22% vistos em ciclos anteriores de Selic baixa.



Fonte: Bank for International Settlements

### Perspectivas: Risk-on e Desinflação Global

Aliado à realocação de capital para emergentes, o processo de desinflação global segue seu curso com os subsequentes cortes na taxa básica americana. A redução do custo do dinheiro mundial estimula um ambiente de *risk-on* que favorece ativos de valor real. Como ilustrado no gráfico abaixo, o Brasil ficou claramente atrasado no atual ciclo de cortes de juros entre os principais emergentes, mantendo a taxa nominal em patamar significativamente mais elevado que seus pares. Essa defasagem sugere que o país segue com espaço adicional para a continuidade do ciclo de flexibilização, com potencial de redução do custo de capital e, consequentemente, para uma nova etapa de reprecificação dos ativos de risco.

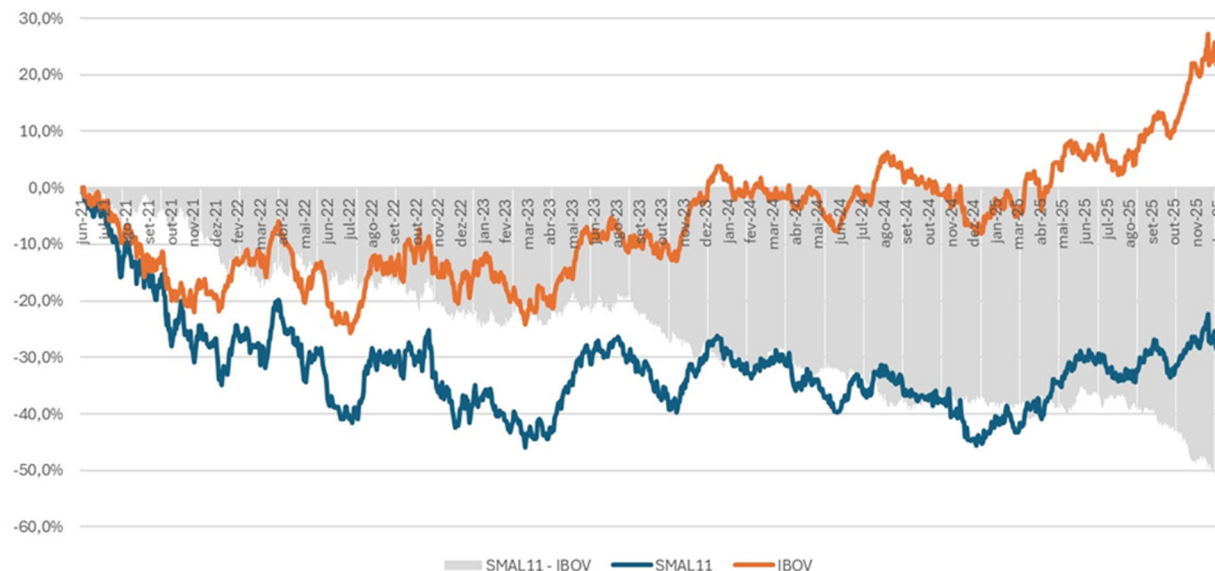


Fonte: Bank for International Settlements

Em suma, entendemos que o rali de 2025 aconteceu apesar da base doméstica, e não por causa dela. Como país, temos poucos méritos até o momento, mas possuímos um enorme espaço para valorizações futuras, seja pela alocação histórica em renda variável extremamente baixa — que hoje situa-se em pisos de 8,4% — seja pelo preço ainda severamente descontado dos ativos.

O gráfico abaixo compara os retornos acumulados do índice SMLL e IBOV desde junho de 2021 (pico do SMLL). Além da defasagem do Brasil frente a pares, dentro da bolsa brasileira há uma segunda assimetria: as *small caps* apresentaram desempenho significativamente inferior ao índice amplo e o “*spread*” entre ambos segue perto dos maiores níveis do período. Essa defasagem foi moldada principalmente por aperto monetário e ciclo eleitoral. Com a possibilidade de reversão desses dois vetores no próximo ano, abre-se espaço para valorização do Ibovespa, enquanto o SMLL carrega potencial ainda mais significativo de alta. Vale lembrar que o pico de junho de 2021 foi também o melhor momento do nosso fundo.

Variação dos índices desde a máxima histórica do SMAL11



Fonte: Economatica, B3

Todavia, no ambiente local, as discussões sobre os rumos políticos serão cada vez mais prementes em 2026. Vários temas relevantes, tanto econômicos (dólar, petróleo, inflação, preço de energia e equilíbrio fiscal) quanto políticos — com especial destaque para a segurança pública, além da união da direita — ainda se desenrolarão ao longo do próximo ano até que se cristalize o cenário para 2027. Ainda que exista a chance de o mercado local performar bem, impulsionado pelo cenário externo e alheio ao resultado das urnas, avaliamos que a ausência de ajustes nas contas públicas tornará a persistência do atual receituário deletéria à percepção dos investidores no médio prazo.

Atribuímos maior probabilidade a um cenário binário: 2026 pode ser extremamente positivo com a perspectiva de um governo mais austero — fenômeno que em 2019 rendeu ao nosso fundo mais de 100% de retorno em pouco mais de um ano — ou pode trazer o aprofundamento de um modelo fiscalmente nocivo. Neste último caso, a voracidade fiscal do atual governo poderia transformar qualquer recuperação em uma mistura de "voo de Ícaro" com "voo de galinha", com um final igualmente amargo. Por essa razão, falaremos mais detalhadamente sobre o pleito na carta de 2026, mantendo nosso foco atual na proteção e resiliência do portfólio.

## O Dilema de Ícaro

Na nossa visão, o cenário atual do investidor institucional remete estreitamente à lenda de Ícaro, na qual ele e seu pai Dédalo fogem do aprisionamento do rei Minos utilizando asas construídas a partir de penas de aves e cera de abelha. Dédalo alerta seu filho a evitar voar muito perto do sol, que derreteria a cera que segurava as penas, ou muito perto do mar, cuja umidade deixaria as penas muito pesadas. Ícaro, como fazem todos os filhos, ignora seu pai e acaba morrendo afogado.

O alocador brasileiro hoje enfrenta as mesmas tentações. De um lado, o CDI robusto e previsível oferece o conforto do retorno nominal sem sobressaltos. De outro, ativos de risco iniciaram uma recuperação baseada em juros internacionais/realocação global, mas cercados de incertezas fiscais locais e um ciclo eleitoral iminente. Tomar

risco agora pode parecer deslumbrante e perigoso como o voo de Ícaro. Por outro lado, permanecer ancorado exclusivamente no CDI pode comprometer a credibilidade de quem se nega a participar de um ciclo de valorização real na iminência de cortes de juros. Nosso papel, como gestores, é tentar ao máximo que nossas "asas" sejam construídas com o rigor analítico necessário para navegar entre esses dois extremos.

### Estratégia LIS – Como nos Posicionamos neste Cenário

Desde o seu início, há quase 10 anos, a LIS CAPITAL tem a missão de agregar valor aos nossos investidores de forma longa. A possibilidade de mais um ciclo presidencial com descontrole fiscal e deterioração econômica, embora bastante negativa para *equities* no médio-prazo, não é tão distinta do que temos vivido nos últimos 20 anos, com juros estruturalmente altos, salvo algumas janelas favoráveis. Temos nos preparado para lidar com este cenário em duas frentes:

- 1) **FRENTE CORPORATIVA:** desde a concepção da LIS, estudamos as melhores práticas do mercado e de nossos *peers*. Todas as casas que perduraram as constantes crises brasileiras dos últimos 20 anos possuem um traço em comum: **diversificação (geográfica)**. Na LIS, começamos como uma empresa monoproduto. Já desde 2018, passamos a ser multiproduto com o lançamento do nosso primeiro PIPE (*Private Investment in Public Equity*). Em 2023, viramos multiestratégia, com o lançamento do fundo LIS Internacional. Este movimento se aprofundou em 2024 com o lançamento das nossas estratégias Dividendos e Core. Todas são estratégias de *equity* e bebem da mesma filosofia e dos mesmos processos de investimento construídos ao longo da nossa experiência, porém possuem perfis de risco e gatilhos de valorização bastante distintos.

É importante mencionar que diversificação não é sempre positiva, principalmente no contexto corporativo. Na década de 90, Peter Lynch<sup>1</sup> cunhou o termo “*deworsification*”, mostrando como excesso de diversificação efetivamente piora um portfólio ao adicionar complexidade e custos sem de fato reduzir volatilidade. Para empresas, um estudo já bastante antigo da Harvard Business Review<sup>2</sup> mostrou que apenas 38% das iniciativas de diversificação de fontes de receita feitas por empresas de fato geraram lucro. Esse dado ainda é inflado pelo viés de sobrevivência, dado que diversas iniciativas sequer resistiram tempo suficiente para entrar na estatística.

Também aplicamos (obviamente) nossa bagagem em análise estratégica de empresas nas decisões corporativas da LIS. Focamos nossa diversificação dentro do nosso círculo de competências, em produtos nos quais acreditamos que tenhamos um diferencial de mercado<sup>3</sup>, sem necessidade de adição relevante de equipe ou sistemas. O posicionamento de cada uma das nossas estratégias a seguir deixa isso claro.

LIS VALUE: nosso principal e mais longo fundo segue seu principal mandato de buscar ações fora do radar (ataque), com proteção permanente de capital via *hedges* (defesa).

Adicionalmente, atualmente temos exposição minoritária a ativos fora do Brasil através do nosso fundo Internacional, descrito a seguir. A diversificação geográfica também tem função de *hedge* de longo prazo

<sup>1</sup> One Up Wall Street – Peter Lynch, Livro de 1989

<sup>2</sup> [The Risky Business of Diversification – HBR 1979](#)

<sup>3</sup> [Related Diversification, Core Competencies and Corporate Performance – Strategic Management Journal, vol 15](#)

contra a deterioração contínua da economia brasileira, que muitas vezes não consegue ser capturada por instrumentos com prazo definido como *puts*.

LIS INTERNACIONAL: replica a filosofia do LIS Value, buscando oportunidades de investimento com discrepância relevante entre preço de mercado e valor intrínseco, com foco principal em empresas listadas nos Estados Unidos e, de forma oportunística, em outros mercados desenvolvidos. A estratégia proporciona exposição a uma economia e a uma moeda robustas, além de acesso a setores e modelos de negócio pouco presentes ou inexistentes na bolsa brasileira. O LIS Internacional constrói um portfólio diversificado em setores, teses e perfis de empresas — mais próximo de um índice amplo como o Russell 1000 do que de *benchmarks* concentrados como o S&P 500 ou o NASDAQ — com o objetivo de capturar valor em diferentes cenários econômicos e mitigar o risco de perda permanente de capital.

LIS DIVIDENDOS: estratégia focada em geração de retorno por meio da maximização do *yield* da carteira, tirando a dependência de correções de múltiplos e reduzindo, assim, a sensibilidade aos ciclos de juros. É um fundo mais diversificado setorialmente e mais pulverizado em comparação com o Value, contando com um portfólio de 25 a 30 empresas, separadas em três caixas: 1) *compounders* – empresas que apresentam dividendos crescentes e potencial de crescimento/menor nível de *payout*; 2) *high yield* – tradicionais pagadoras com perfil mais defensivo; e 3) *special sits* – empresas com algum evento específico que gerará *yields* desproporcionalmente altos, mesmo que não recorrentes.

LIS CORE: carteira concentrada nas teses de maior convicção da nossa equipe, em empresas em que possuímos forte relacionamento construtivo com sua gestão. É um fundo com horizonte de maturação mais longo, onde alocamos as teses de maior potencial, cujo investimento é viabilizado por prazos de resgate mais restritivos.

Todos os fundos estão alicerçados nos mesmos processos, com o mesmo rigor de *enforcement* diário na empresa. Nossas ideias de investimentos são geradas por *screenings* proprietários e, a partir daí, são “etiquetadas” como oportunidades adequadas ao perfil específico de cada estratégia. Essa nova estrutura desbloqueia uma sinergia importante: agora, conseguimos utilizar nossas ferramentas em sua máxima potência. No passado, identificávamos excelentes oportunidades que, por vezes, não se adequavam ao mandato do LIS Value e acabavam ficando de fora do nosso escopo; hoje, com um leque maior de fundos, conseguimos alocar cada boa ideia onde ela melhor se encaixa. Como já escrevemos em cartas anteriores, nosso processo é desenhado para ser colegiado e crítico, pois não acreditamos na figura do 'gestor herói'. Cada tese de investimento passa por um escrutínio severo, no qual o analista responsável apresenta o caso para o restante do time, que tem o dever fazer o contraponto, apontando falhas e riscos potenciais. A decisão final não é fruto de um lampejo individual, mas de um consenso construído através de debates exaustivos, onde a qualidade das premissas e a margem de segurança são testadas ao limite. Este rito serve como um filtro essencial para mitigar vieses cognitivos e garantir que apenas as ideias mais resilientes sobrevivam. Nossos modelos de portfólio utilizam critérios de comparabilidade equivalentes “maçã com maçã” para determinar as alocações sugeridas para cada ativo nas respectivas carteiras. As rotinas de atualização de resultados e de rediscussão de teses de investimentos e riscos são aplicadas para todas as empresas, independentemente do fundo a qual elas pertençam. Não há perda da identidade da empresa e minimizamos o risco de *deworsification*, enquanto fortalecemos estratégias que agregam valor ao nosso investidor e permitem que a LIS CAPITAL continue sua jornada com mais firmeza.

- 2) **FRENTE DE ALOCAÇÃO DOS FUNDOS**: enquanto o fundo LIS Dividendos é naturalmente mais protegido contra um resultado eleitoral negativo com consequente deterioração de preços na bolsa, e o fundo LIS Internacional é até beneficiado por ele (antifrágil), o LIS Value adequou sua estratégia para caminhar seguro em um cenário dicotômico. Busca aliar a oportunidade de grandes reprecificações via queda de juros e uma eleição de um

candidato mais austero, com o risco de continuidade da tendência de queda dos últimos 4 anos, caso haja confirmação de uma possível reeleição de Lula e a consequente deterioração fiscal. Para isso, concentramos a carteira de ativos do fundo com as seguintes características:

ATAQUE:

- Enorme margem de segurança, construída pela ótima performance operacional das empresas somada à má performance da bolsa nos últimos anos.
- Empresas “fora do radar” sensíveis à queda de juros.

DEFESA:

- Modelos de negócio bloqueados do cenário político, com *drivers* qualitativos variados (agro, saúde, força de marca regional).
- *Dividend yields* altos, ficando menos dependentes de reprecificação de múltiplos como motor de retorno e encurtando a *duration* da carteira.
- Exposição ao fundo US, que pode ser alterada conforme a probabilidade do resultado eleitoral.

A diversificação de estratégias da LIS foi cuidadosamente planejada, incubada e testada para dar mais ferramentas e musculatura para que o LIS Value continue sua jornada gerando valor aos nossos investidores, independente do ciclo de mercado. O peregrino não controla o tempo, a chuva, o sol, o calor ou o frio – ele deve seguir caminhando a despeito das condições, ancorado numa mente estável e lúcida. Enxergamos o caminho do LIS Value independentemente das oscilações de mercado, guiados por uma estratégia lúcida, que se ancora em estudos profundos e se mantém em constante evolução. Sempre haverá um céu para almejar ou uma sombra para se proteger.

## Portfólio & Empresas

Diante do cenário dicotômico em que qualquer gestor de recursos brasileiro se encontra agora, a escolha parece restringir-se a qual “veneno” tomar. Com alta próxima a 35% em 2025, o Ibovespa já apresenta níveis de precificação (**P/L acima de 11x**) que embutem risco de perda significativa em caso de maior deterioração macroeconômica afetando lucros, ou perda de liquidez com novo fluxo de saída do investidor estrangeiro. Ao mesmo tempo, o prognóstico de ficar em renda fixa — em um cenário de queda de juros fomentada tanto por pressão externa via cortes nos EUA quanto por um regime de maior austeridade fiscal pós-eleitoral no Brasil — necessariamente desperta uma ansiedade em todo alocador remunerado para tomar risco.

**Entendemos que investir hoje no LIS Value apresenta-se como uma “terceira via” para escapar desta paralisia.** Como investidores de longo prazo, e sempre atentos às oportunidades fora do radar, investimos pesadamente em empresas com modelos fortes e ótimos prognósticos de resultado a preços atrativos e ainda muito inferiores aos múltiplos do Ibovespa; combinação essa possibilitada nos últimos anos pelo repúdio geral à bolsa brasileira.

Ficamos ainda mais entusiasmados com a sensibilidade do nosso portfólio a cortes nas taxas de juros. Em geral, usamos taxas de desconto mais elevadas do que o *sell side* em nossos exercícios de *valuation* por fluxo de caixa descontado. No entanto, para fins de comparabilidade, aplicamos as mesmas premissas de custo de capital e crescimento nominal detalhadas na tabela<sup>4</sup> abaixo.

<sup>4</sup> Fonte: Brasil Strategy Outlook – BTG Pactual de 17/12.

IBOV target P/E using different assumptions

|                      | Scenario 1   | Scenario 2   | Scenario 3   | Scenario 4   | Scenario 5   | Scenario 6   |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>K<sub>e</sub></b> | <b>14.5%</b> | <b>13.5%</b> | <b>12.5%</b> | <b>11.5%</b> | <b>11.0%</b> | <b>10.5%</b> |
| Inflation            | 4.5%         | 4.0%         | 3.5%         | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         |
| Real rates           | <u>7.0%</u>  | <u>6.5%</u>  | <u>6.0%</u>  | <u>5.5%</u>  | <u>5.0%</u>  | <u>4.5%</u>  |
| Interest rates       | 11.5%        | 10.5%        | 9.5%         | 8.5%         | 8.0%         | 7.5%         |
| Premium              | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         |
| <b>Growth</b>        | <b>5.5%</b>  | <b>5.5%</b>  | <b>5.5%</b>  | <b>5.5%</b>  | <b>6.0%</b>  | <b>6.5%</b>  |
| Inflation            | 4.5%         | 4.0%         | 3.5%         | 3.0%         | 3.0%         | 3.0%         |
| Real growth          | 1.0%         | 1.5%         | 2.0%         | 2.5%         | 3.0%         | 3.5%         |

Fonte: BTG Pactual

É importante salientar que vemos potencial relevante de *upside* na nossa carteira mesmo no cenário atual de juros, diferentemente das contas do *sell side*, que estima múltiplos justos de Preço/Lucro entre 7x e 8x para a bolsa nesse ambiente. Conforme demonstrado na próxima tabela, o LIS Value apresenta potencial de valorização em todos os cenários de juros simulados. Nos cenários positivos para o Brasil, com juros menores (cenários 4 a 6), vemos potencial para triplicar o valor do portfólio, enquanto o Ibovespa valorizaria apenas 37,5% no melhor cenário da simulação. Este é um cenário análogo ao que vivemos em 2019, quando o fundo valorizou mais de 100% em pouco mais de um ano. As razões para isso são os menores múltiplos de preço das nossas empresas — o que potencializa qualquer correção de preços — e a maior perspectiva de crescimento de lucros futuros, que ganham importância exponencial com taxas de desconto menores.

| SENSIBILIDADE A JUROS | SCENARIO 1 | SCENARIO 2 | SCENARIO 3 | SCENARIO 4 | SCENARIO 5 | SCENARIO 6 |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| TARGET P/E IBOV       | 7x         | 8x         | 9x         | 10,5x      | 12x        | 14x        |
| UPSIDE IBOV           | —          | —          | —          | 0          | +          | +          |
| UPSIDE LIS VALUE      | +          | +          | ++         | +++        | ++++       | +++++      |

Fonte: BTG Pactual, LIS CAPITAL

## Conclusões

Em uma jornada de desenvolvimento contínuo, como propunha Santo Agostinho, o que não pode acontecer é ficarmos pelo caminho. A LIS CAPITAL alcançou sua maturidade institucional por meio de diversificação geográfica e ampliação sinérgica de estratégias de investimento enraizadas na filosofia de valor, podendo assim caminhar ainda por muitos anos à frente.

Esta ampliação de universo investível permite que o LIS VALUE esteja devidamente equipado para diferentes cenários que se materializem após o ciclo eleitoral. Ao mesmo tempo, a estruturação de fundos dedicados a estratégias específicas permite que nossos investidores calibrem sua exposição conforme seu apetite de risco, sem renunciar ao nosso rigoroso rito de análise colegiada, que é replicado com a mesma disciplina em cada novo mandato.

Vemos nossa carteira atual como de acentuada assimetria: baixo risco residual e alto potencial de valorização. Um cenário político-econômico adverso já encontra um *downside* limitado pelos múltiplos deprimidos e pelo carrego atrativo dos dividendos. Por outro lado, qualquer arrefecimento na curva de juros deve atuar como gatilho para a reprecificação do valor que acumulamos pacientemente no portfólio.

Como disse Thiago de Mello, poeta brasileiro e amigo próximo de Pablo Neruda: “Não tenho caminho novo. O que tenho de novo é o jeito de caminhar.”

Boa jornada.

## Anexos - Cases

### 1. Profarma (PFRM3) – Uma Tese de Longevidade e Resiliência

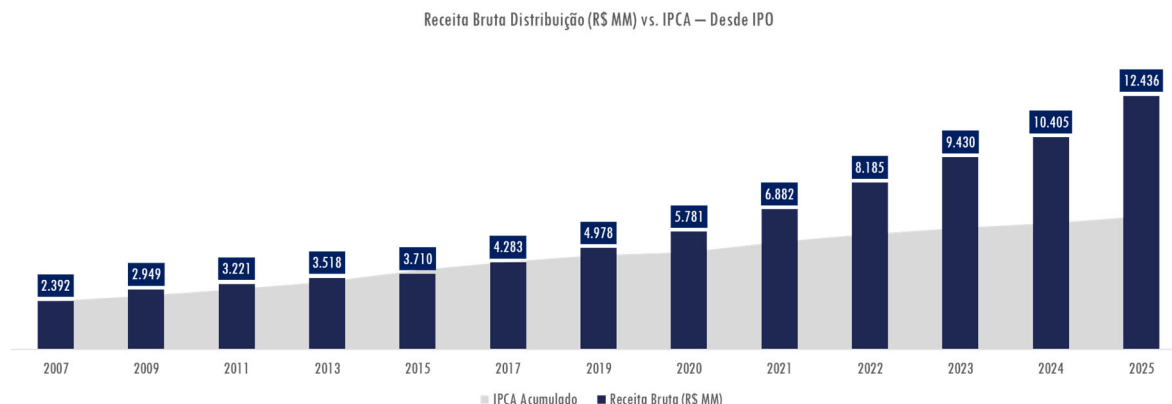
A Profarma é uma *holding* que opera um modelo verticalizado de dois negócios complementares: a Distribuição de Medicamentos — uma das duas únicas operadoras com capilaridade nacional — e a rede de varejo próprio, D1000, uma das líderes e com forte reconhecimento de marca nas regiões em que atua. Esta simbiose entre as operações gera benefícios de diversas naturezas: otimização logística, previsibilidade de demanda e expansão de sortimento para a Distribuição, bem como melhores condições negociais e menor necessidade de capital para expansão ao varejo. Este modelo de negócios já é consolidado mundo afora, com as maiores distribuidoras globais operando de forma idêntica ou similar via parcerias — como é o caso de Cencora, McKesson e Cardinal, que detêm 90% de *market share* da distribuição de medicamentos nos EUA.

Avaliamos que a Profarma se destaca como uma das maiores assimetrias da bolsa, com fundamentos potencializados pelas sinergias do modelo integrado e por um *valuation* descontado. Do ponto de vista tático — especialmente considerando o horizonte de 2026 — essa assimetria se torna ainda mais evidente em função do perfil de convexidade da performance da companhia frente à incerteza macroeconômica e eleitoral. Ao mesmo tempo em que os resultados e o *valuation* tendem a ser materialmente potencializados pela eventual queda de juros em 2026, a companhia preserva um perfil defensivo caso o cenário político se frustre. Isso ocorre por estar exposta a um setor com demanda inelástica e preços reajustados por inflação, pouco sujeito a choques exógenos e aos ciclos tradicionais da economia.

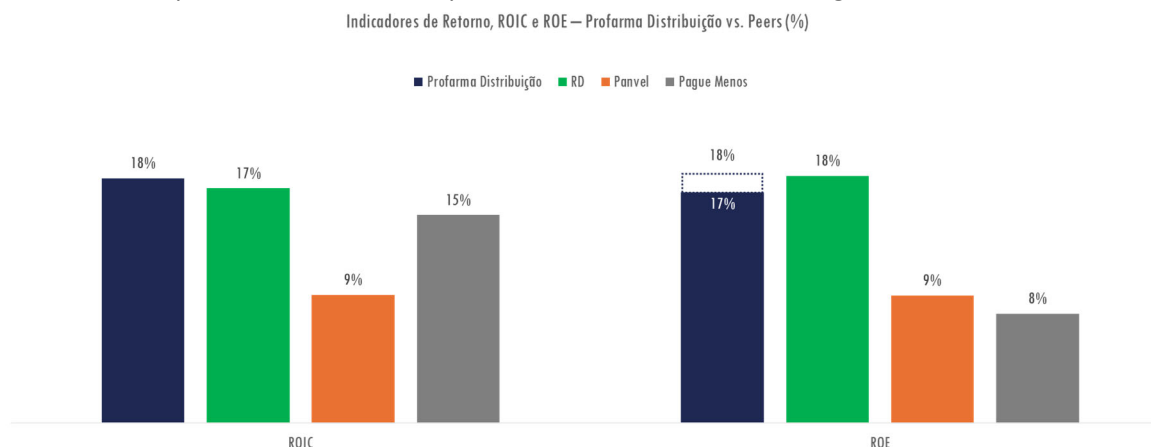
#### Distribuição: Uma "Dividend-Paying Compounding Machine"

Mais detalhadamente por negócio, a Distribuição cultiva um posicionamento competitivo privilegiado, sendo a 2ª maior distribuidora do Brasil com 25% de *market share* e 50 mil farmácias atendidas mensalmente. Este posicionamento, somado à exposição a um mercado resiliente e em constante expansão, faz com que a Distribuição apresente resultados crescentes, com baixa volatilidade e alta capacidade de geração de caixa. Em números, esse crescimento se traduz num CAGR de faturamento de 10% nos últimos 19 anos (desde o IPO), sem um único ano de variação negativa. Ou seja: a empresa cresce independentemente do PIB ou da instabilidade do cenário macro/eleitoral. Nos últimos 5 anos, devido à mudança da pirâmide etária brasileira, este crescimento acelerou para um CAGR de 17%.

Mesmo em um cenário de juros elevados, a companhia entrega lucro recorde, com 17% de ROE (18% ex-efeitos contábeis), 18% de ROIC e forte geração de caixa. Isso permitiu ao Grupo distribuir 10% de *dividend yield* por três anos consecutivos — mesmo com a ação valorizando 3x no período — e atingir sua menor alavancagem dos últimos 15 anos.



Uma análise puramente quantitativa revela que a Profarma apresenta números dignos das companhias mais prestigiadas do mercado de capitais. Ao confrontarmos seus dados com os da RD (Raia Drogasil), referência absoluta do setor, notamos que a Profarma possui posição de destaque: nos últimos 5 anos, seu CAGR de faturamento de 12% e seus níveis de retorno (17% de ROIC e 18% de ROE) são praticamente idênticos aos da líder e significativamente superiores aos de outros pares listados, como Panvel e Pague Menos.



### Varejo e D1000: A Opcionalidade de Crescimento

No Varejo, a D1000 representa a principal opcionalidade do grupo. Após o IPO, com o aprimoramento da estrutura de capital e melhoria expressiva de performance, a operação iniciou de forma consistente seu plano de expansão — apresentando desempenho operacional superior a todas as redes farmacêuticas listadas, com exceção da RD. Essa performance é sustentada por vantagens competitivas claras: marcas tradicionais e regionalmente fortes, modelo verticalizado que garante condições comerciais de grandes players nacionais e menor necessidade de capital de giro.

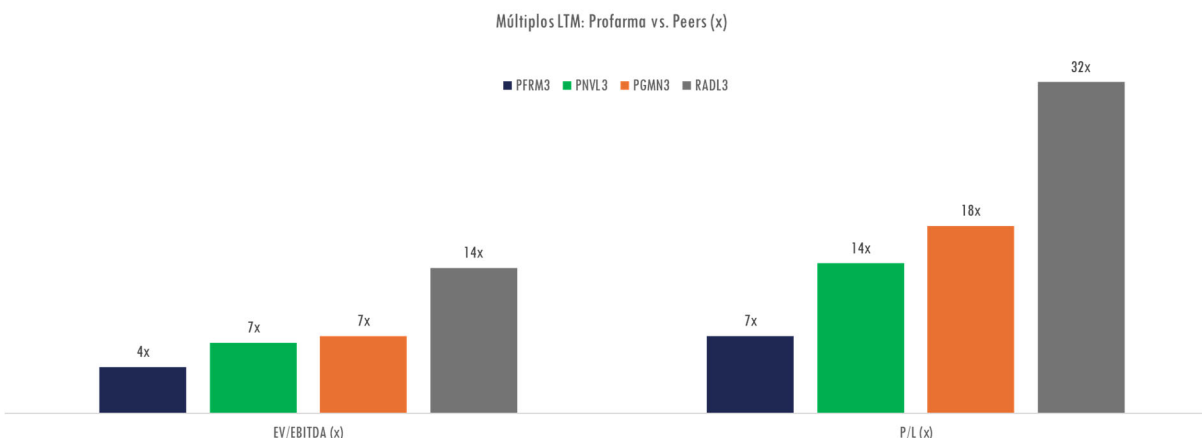
Como resultado, a D1000 consolida um ciclo saudável de crescimento e rentabilidade, com ROIC marginal das novas lojas de 35% no 3º ano de maturação. À medida que a companhia amadurece seus investimentos e continue

empregando capital de forma rentável, suas métricas tendem a evoluir significativamente, rentabilizando o intangível alocado na compra das marcas realizada ao longo da década anterior.

### Avenida de Especialidades e *Valuation*

Recentemente, a companhia inaugurou uma nova avenida de crescimento: o retorno ao mercado de Distribuição de Especialidades (medicamentos de alta complexidade), após o final do período de non-compete com a Viveo. Para efeito de comparação, esta operação foi vendida em 2022 por R\$ 900 milhões (a 12x EBITDA), um *valuation* que hoje equivale basicamente a todo o valor de mercado da Profarma na bolsa.

Mesmo com a valorização recente das ações, o grupo negocia a múltiplos significativamente descontados, uma vez que o crescimento consistente do EBITDA — mantido entre 20% e 25% ao ano há diversos ciclos — faz com que a empresa se torne "mais barata" a cada exercício. Atualmente, o papel é negociado a cerca de 4x EV/EBITDA e 7x P/L (~6,5x ex-efeitos contábeis), com um *dividend yield* de 8%, patamar expressivo mesmo com juros em 15%. Para 2026, as perspectivas são de mais uma rodada de diluição de múltiplos.



Essa equação de qualidade, oportunidades na D1000 e em Especialidades, aliada ao *valuation* descontado, amplia o potencial de reprecificação e reforça a profunda assimetria entre preço e valor.

## **2. Moura Dubeaux (MDNE3) – Construtora *Asset Light***

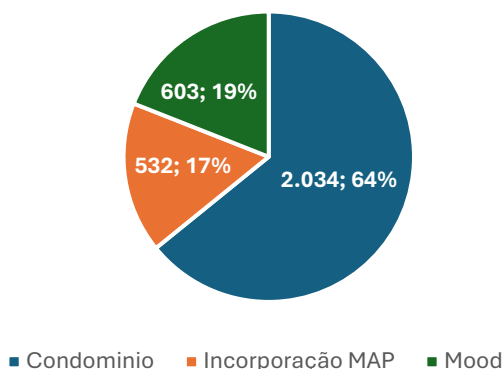
A Moura Dubeaux é a maior incorporadora do Nordeste, com 40 anos de história e atuação em 7 dos 9 estados da região. Líder absoluta em seu mercado de atuação, a companhia consolidou um modelo de negócios híbrido e estratégico, que combina o modelo de condomínios, a incorporação tradicional de médio-alto e alto padrão, e a incorporação de média e baixa renda.

O racional de investimento na companhia parte do uso ótimo da sua estrutura de capital. No modelo de condomínios, a empresa atua como prestadora de serviços, recebendo taxas de administração e adesão sem a necessidade de imobilizar ativos em seu balanço. Essa configuração "*asset light*" reduz drasticamente a necessidade de capital próprio e proporciona uma previsibilidade de caixa superior aos pares tradicionais do setor. Adicionalmente, a exposição aos segmentos médio e econômico, através das marcas Mood e Ún1ca, complementa o portfólio utilizando o crédito associativo para manter a baixa intensidade de capital.

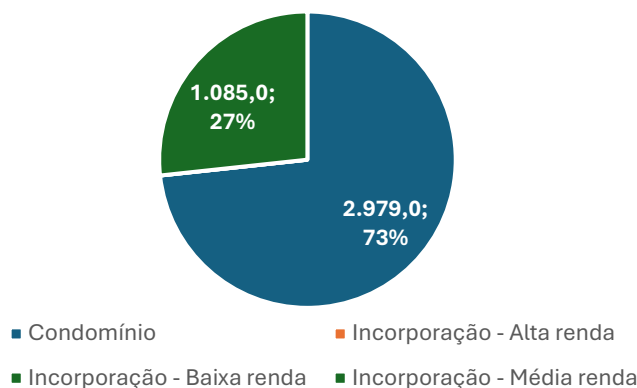
A incorporação tradicional, nos mesmos moldes de pares tradicionais do médio-alto e alto padrão, corresponde a uma parcela mais tímida dos estoques e lançamentos da companhia – tal configuração é deliberada em função dos maiores riscos atrelados a esta operação, dado que a companhia assume integralmente os riscos técnicos, comerciais e financeiros do empreendimento, além de arcar com o capital necessário ao longo do ciclo.

A atuação no econômico, ainda nascente, também segue os moldes observados nos demais pares do setor – alocação de capital reduzida via o crédito associativo e padrão construtivo mais industrializado através da parede de concreto. Já o médio padrão compartilha o método construtivo, mas tem somente 30~40% de suas vendas através do crédito associativo.

**Estoque VGV Bruto - 3T25 (R\$mm;%)**



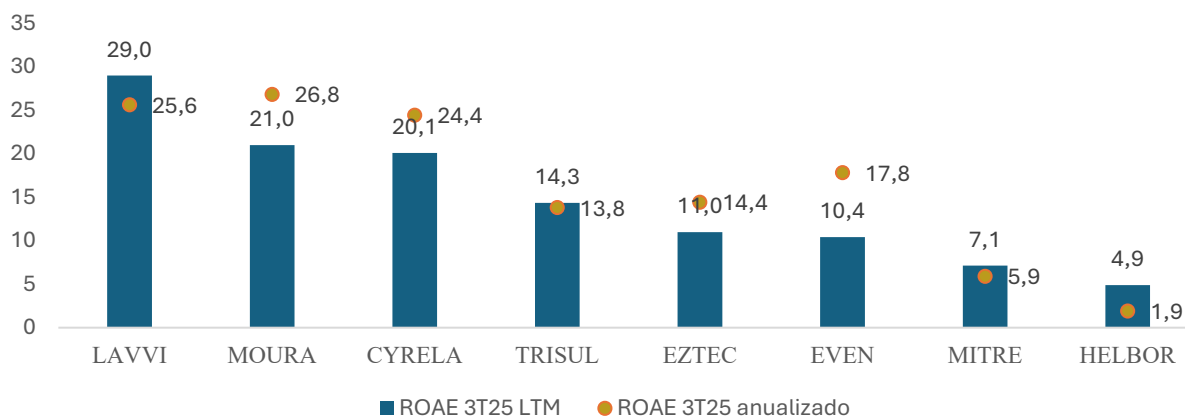
**Lançamentos VGV Líq 3T25 LTM (R\$ mm; %)**



Organizamos a nossa tese de investimentos em Moura Dubeaux a partir deste arranjo de modelos de negócio com baixa intensidade de capital, e a dividimos em seis pilares: modelo de negócios, dinâmica regional, resultados a capturar, solidez de balanço, *upside risk* e *valuation*.

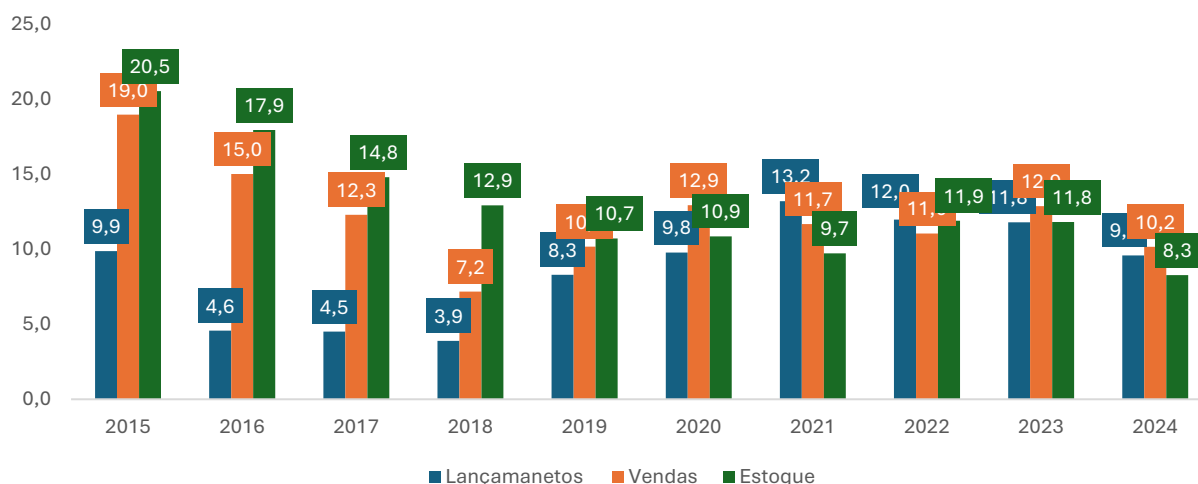
- (i) **Modelo de Negócios:** A Moura combina o *business* de condomínio (similar a uma prestação de serviços) com a menor alocação de capital proveniente do modelo de crédito associativo — presente em parcela da Mood e na totalidade da Ún1ca. Essa mescla estratégica é potencializada por diferenciais competitivos claros, como o forte reconhecimento de marca, o *know-how* exclusivo em condomínios e uma profunda experiência regional. Tal estrutura permite que a companhia opere com níveis de rentabilidade significativamente superiores aos grandes *players* tradicionais do Sudeste, o que já se reflete em seu ROE (Retorno sobre Patrimônio), que se encontra em trajetória crescente e consolidado acima de 20%.

### ROAE 3T25 LTM e anualizado (%)

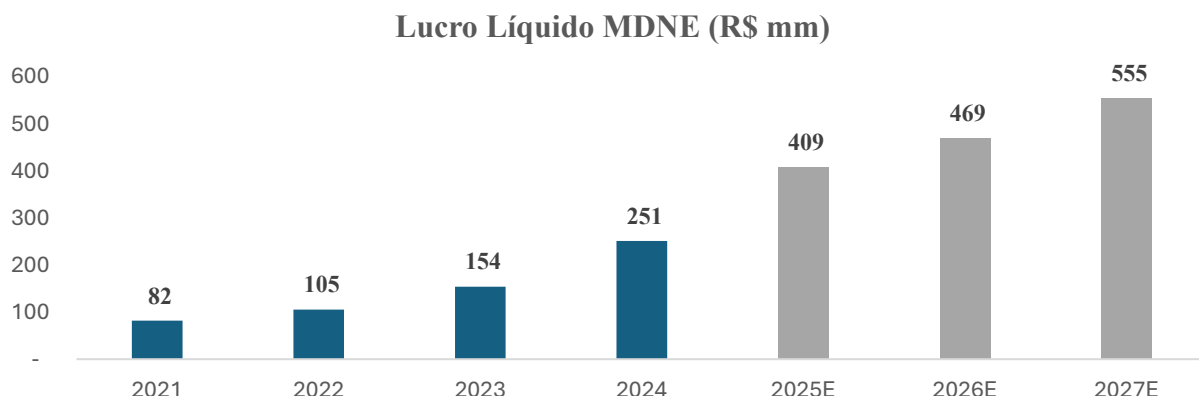


- (ii) **Dinâmica Regional Favorável e Barreiras de Entrada:** O mercado do Nordeste apresenta uma conjuntura significativamente mais atrativa que a de outras regiões, como o Sudeste. Após a crise de distratos e a retirada estratégica de diversos *players* nacionais da região, consolidou-se um cenário de baixa pressão competitiva e estoques em patamares historicamente reduzidos — uma realidade de difícil reversão no curto prazo. Enquanto praças como São Paulo já mostram sinais de saturação, especialmente no segmento de alta renda, o Nordeste oferece espaço para a retomada das vendas aos patamares de ciclos passados. Essa combinação de fatores tem se traduzido em VSOs (Vendas sobre Oferta) elevados e em uma aceleração consistente e robusta do VGV (Valor Geral de Vendas) lançado pela Moura Dubeux ao longo dos últimos anos.

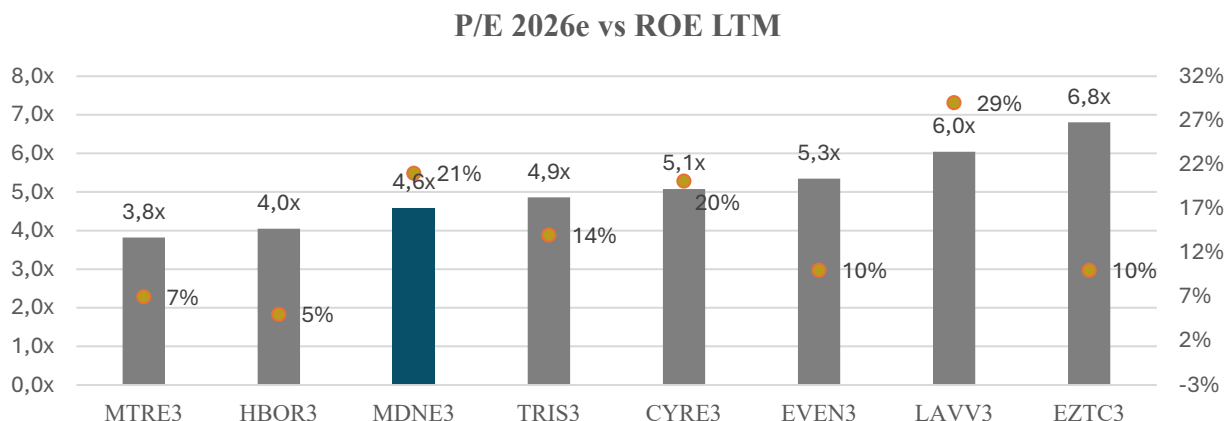
### Evolução do Mercado MAP Nordeste em mil unidades (Lançamentos, Vendas e Estoques).



- (iii) **Resultados a Capturar:** a Moura está numa crescente operacional e financeira, apresentando expansão de lançamentos, vendas e de rentabilidade. Tal dinâmica já é observada ao longo de 2025, que deve terminar com um crescimento de lucro líquido na casa de 60% *versus* 2024, e que deve continuar para os anos subsequentes, com a estabilização do patamar de lançamentos e o empilhamento de safras de lançamentos recentes sendo reconhecidos ao longo dos próximos anos.



- (iv) **Balanco Saudável e Dividendos:** Mesmo em fase de crescimento, a companhia mantém uma estrutura financeira saudável, com um endividamento (Dívida Líquida/Patrimônio Líquido) inferior a 15%. Essa solidez, aliada à baixa intensidade de capital do modelo, permite a distribuição de dividendos crescentes, que devem ser ampliados no próximo biênio.
- (v) **Valuation Atrativo:** mesmo com uma forte alta no último ano, a Moura permanece com múltiplos extremamente descontados: a perspectiva para 2026 indica um P/E na casa de 4,6x, com números ainda mais diluídos nos anos subsequentes. Por fim, o investimento pode passar por reprecificação com o sucesso do modelo econômico, visto o que os principais *players* deste nicho negociam a múltiplos sensivelmente maiores (P/E LTM 10~12x).



- (vi) **Upside risk:** A principal opcionalidade do *case* reside na entrada no segmento MCMV3 (Minha Casa Minha Vida 3) via marca Ún1ca, onde a rentabilidade é superior (ROEs de 30% a 70%) e a alocação de capital é reduzida pelo modelo de crédito associativo. Diferente de outros entrantes, a Moura possui diferenciais

como o DNA de construção verticalizada e a experiência de cinco anos da marca Mood com o método de parede de concreto. Nesse contexto, foi anunciada em 2025 a *Joint Venture* com a Direcional, que deve atuar como um mitigador de risco estratégico (ganha-ganha), unindo a inteligência regional da Moura à escala industrial da parceira para buscar um VGV de R\$ 2–3 bilhões no curto prazo.

Mesmo diante de um cenário macroeconômico mais adverso para 2026, projetamos um desempenho operacional e financeiro superior da Moura Dubeux frente aos seus pares. Esta visão está ancorada na percepção de um modelo de negócios mais *fee-based* — o que a torna menos vulnerável a oscilações inflacionárias e pressões de custos de mão de obra — somada à robustez do balanço e a um mercado regional que parte de níveis de oferta extremamente deprimidos. Em contrapartida, caso o cenário de queda de juros se materialize nos próximos anos, a companhia posiciona-se como uma das mais fortes candidatas a capturar uma reprecificação expressiva, acompanhando a tendência de recuperação de todo o setor.

### **3. Metisa – Tese de Segurança Alimentar no Brasil:**

A Metisa é uma metalúrgica com 80 anos de existência, com exposição a cinco setores da economia, no entanto com foco no agronegócio que representa cerca de 50% do faturamento. Trata-se da maior produtora de discos de plantação e preparo de solo do mundo, atendendo a todas as montadoras do agro brasileiro, inclusive clientes reconhecidos mundialmente, como John Deere e Caterpillar (CAT), o que evidencia reconhecimento de qualidade, confiabilidade e força de marca. A companhia também possui forte capilaridade no mercado de reposição, o que provê um interessante poder de precificação. Além do agronegócio, a Metisa atua em construção civil, por meio da produção de peças para tratores, bem como nos segmentos rodoviário, ferroviário e de lâminas para pedras.

Em todos esses setores, a companhia atua em nichos de mercado nos quais poucos concorrentes estão dispostos a participar, dada a dificuldade imposta pela baixa escala combinada à elevada complexidade de *supply chain*. Esse modelo de negócios é economicamente viável para a Metisa em virtude de sua estrutura fabril flexível e verticalizada, construída ao longo de décadas. Dessa forma, a companhia pode ser caracterizada como um mosaico de empresas, expostas a setores descorrelacionados entre si, e líderes em seus respectivos mercados. Soma-se a isso uma distribuição altamente pulverizada no mercado de reposição (70% do faturamento), cultivando contato direto com o cliente final (+7 mil), através de uma rede de +4 mil representantes - resultando em elevado poder de negociação. Trata-se, portanto, de um modelo de negócios de difícil replicação.

A estrutura industrial da Metisa confere grande diversidade produtiva, com capacidade de atender milhares de SKUs distintos e viabilizar a entrada em diferentes mercados ao longo do tempo. A companhia produz majoritariamente peças de desgaste, cuja demanda é recorrente, como discos de plantio e preparo de solo, garras, unhas e dentes de tratores, com ampla diversidade de modelos em função das diferentes aplicações, matérias-primas, ranhuras e especificações de acordo com o modelo e o ano das máquinas. Ao todo, são mais de 7 mil SKUs distribuídos no mercado de reposição.

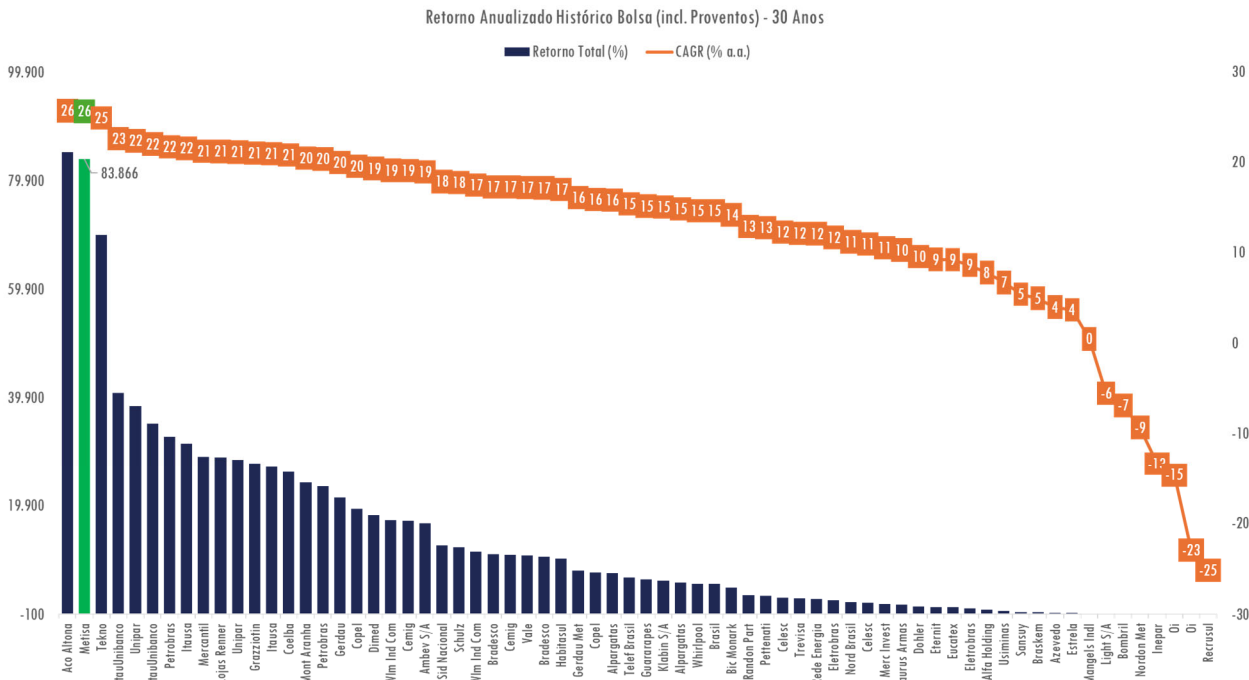
Do ponto de vista financeiro, a companhia apresenta um balanço extremamente robusto, com posição de caixa líquido em torno de R\$ 150 milhões no 3T25 (~40% do seu valor de mercado), um grande mitigador de qualquer risco financeiro em cenários de incerteza macroeconômica. Essa solidez financeira reforça a resiliência do modelo de negócios e sustenta a capacidade de atravessar ciclos adversos sem comprometer investimentos ou a remuneração aos acionistas.

Nesse contexto, o paralelo com a Fras-le é particularmente relevante. Durante muitos anos, o mercado tratou a Fras-le como uma empresa de autopeças tradicional e cíclica, subestimando as qualidades estruturais de seu modelo de negócios. A partir de 2020, no entanto, houve uma mudança clara de percepção. O mercado passou a reconhecer a companhia como uma verdadeira *powerhouse* de marcas no mercado de reposição, capaz de capturar valor a partir de demanda recorrente, forte capilaridade de distribuição, poder de precificação e elevada capacidade de execução. Esse reconhecimento não decorreu de um evento isolado, mas da constatação de que a Fras-le vinha se beneficiando de valências econômicas potentes, que sempre estiveram presentes, mas que passaram a ser corretamente precificadas a partir daquele momento.

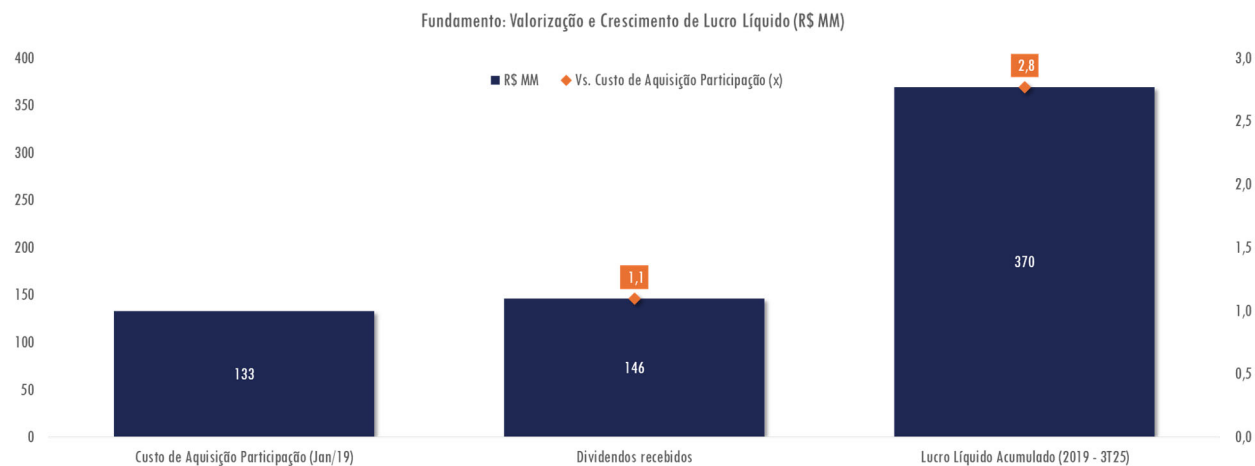
As analogias com a Metisa são evidentes. As mesmas características que sustentaram o *re-rating* da Fras-le — liderança em nichos, presença dominante no mercado de reposição, marca forte, base pulverizada de clientes e estrutura industrial difícil de replicar — fazem parte do DNA da Metisa. A diferença central é que, no caso da Metisa, o reconhecimento por parte do mercado ocorreu de forma mais lenta e ainda parece incompleto.

Atualmente, a companhia negocia a múltiplos significativamente depreciados tanto absolutamente quanto relativamente à Fras-le. Em bolsa, a Metisa está avaliada a 4x EV/EBITDA LTM, comparável ao 8x da Fras-le, mesmo num momento de resultados mais desafiador (e em recuperação) do agronegócio. Uma recuperação do agro, possivelmente catalisada pelas eleições em 2026, somada à entrada em maturação da nova fábrica montada em parceria com CAT, poderia levar a companhia a um múltiplo de 2x EV/EBITDA no curto / médio prazo.

Ainda assim, a história de criação de valor da Metisa é inequívoca. Mesmo a este nível de múltiplo, a companhia figura entre os maiores retornos da bolsa brasileira nos últimos 30 anos (precisamente a 2ª maior, superando grandes nomes consolidados como Itaú), com um CAGR de 26% ao ano, reflexo direto de sua capacidade consistente de geração de caixa, pagamento recorrente de dividendos e crescimento disciplinado ao longo do tempo.



Tamanho a potência de geração de valor da Metisa, desde o início do nosso investimento em 2019, os dividendos pagos superaram o nosso custo de aquisição, totalizando 110% de *yield on cost*. Somente em 2025, mesmo diante de um contexto mais desafiador, a companhia distribuiu 10% de *dividend yield* em relação ao valor de mercado atual, o que representa para nós um *yield on cost* de 30%. De forma análoga, o lucro líquido cumulativamente superou em ~3x do valor inicial do investimento.



Trata-se de um exemplo claro de como um modelo de negócios robusto e bem executado é capaz de gerar valor extraordinário para o acionista, independentemente de ciclos de mercado ou modismos de precificação.