

mantaro

capital

COMENTÁRIO MENSAL

SETEMBRO 2025

COMENTÁRIO MENSAL

Setembro de 2025

RENTABILIDADES

	Setembro	Ano	12 meses	24 meses
Mantaro Ações FIC FIA	2,7%	32,3%	10,9%	13,0%
Mantaro LB FIC FIM	2,6%	29,6%	11,0%	19,9%
Mantaro Equity Hedge FIM	0,4%	17,7%	11,7%	20,7%
<i>Ibovespa</i>	3,4%	21,6%	10,9%	25,5%
<i>CDI</i>	1,2%	10,4%	13,3%	25,8%
<i>IPCA +6%</i>	0,1%	8,4%	11,5%	23,0%

Em setembro, o Ibovespa renovou máximas históricas em diversos dias, apoiado por fluxo estrangeiro, pelo início do ciclo de cortes de juros nos Estados Unidos e por um cenário externo mais favorável, com dólar mais fraco. Acompanhando esse movimento, nossos fundos tiveram desempenho positivo no mês, com destaque para as ações dos setores de tecnologia e financeiro.

Aproveitamos o movimento de preços para realizar ajustes táticos nas carteiras e incorporar estratégias de proteção nos fundos com mandato flexível. Como já vínhamos destacando em comentários anteriores, os sinais de desaceleração da atividade econômica se tornaram mais evidentes ao longo do período, o que pode impactar a trajetória de alguns negócios.

O Mantaro Ações, que por mandato não realiza variações de exposição, segue comprado próximo a 100%. O Mantaro LB fechou o mês com 62% de exposição líquida e 93% de exposição bruta e o Mantaro Equity Hedge com 25% de exposição líquida e 33% de exposição bruta.

Neste mês, compartilhamos nossa tese de investimento em B3, divulgada na revista *The Report* (Edição nº 3, de agosto 2025), do grupo **Market Makers**. Em nossa visão, o setor financeiro brasileiro oferece alternativas mais atraentes fora dos grandes bancos tradicionais. Atualmente, não carregamos posição em Itaú, Bradesco, Santander e Banco do Brasil, pois avaliamos que o potencial de valorização desses incumbentes é mais limitado em comparação a outras companhias do setor. Nesse contexto, a B3 se destaca como uma das nossas preferências, e detalhamos os motivos na análise a seguir.

Por que investir em ações da B3?

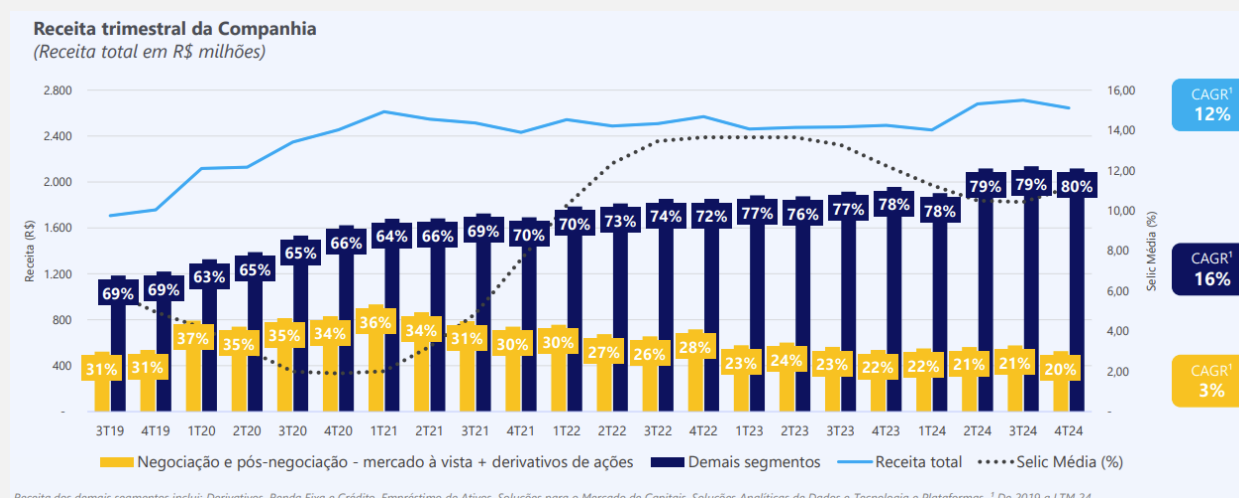
O investimento em B3 é, nesse momento, uma das principais alocações dos fundos da Mantaro. Ainda que a companhia esteja entre as mais valiosas do país e uma das maiores no índice Bovespa, nossa impressão ao conversar com nossos pares é estarmos com uma opinião diferente do consenso. Temos alguns motivos para isso.

1. Porque é um negócio excepcional

A B3 é um dos melhores negócios brasileiros de capital aberto. Seu retorno para o patrimônio tangível dos acionistas é tão alto que não é mensurável. Para ser preciso, o valor do cálculo é negativo, não por um problema de lucratividade (numerador da razão), mas sim pela falta de necessidade de retenção de capital (denominador da razão).

Todo ano a empresa distribui a totalidade de sua geração de caixa excedente para seus acionistas, tendo como parâmetro de *payout* um percentual acima da totalidade do lucro líquido (que no seu caso é uma referência conservadora para sua geração de caixa). E mesmo retendo poucos recursos no negócio, a B3 foi capaz de entregar um crescimento de lucro líquido de 16% a.a. entre 2013 e 2021, quando se encerrou o último ciclo de alta de seus mercados.

O uso do plural na frase anterior é um detalhe relevante. A B3 não é o Ibovespa. Ainda que a companhia seja muito associada ao desempenho do principal índice de ações brasileiras, suas receitas são mais diversificadas do que isso e cada vez menos dependentes desse mercado ao longo do tempo.



Fonte: B3

2. Porque possui forte posicionamento competitivo

No passado recente, muitas foram as notícias de potenciais entrantes em mercados da B3 e da evolução de seus atuais concorrentes. Acreditamos que, mesmo em um cenário de concorrência mais acirrada, a B3 possui vantagens competitivas importantes, permitindo preservar sua rentabilidade.

Ainda que entrantes superem os vultuosos investimentos necessários para criar uma bolsa - da ordem de centenas de milhões reais - os anos necessários para a obtenção das aprovações regulatórias necessárias características dos negócios da B3 são barreiras adicionais. Sua escala proporciona maior competitividade em preços e maior capacidade de investimento. Em seus mercados, a liquidez funciona como um efeito de rede: mais liquidez atrai ainda mais liquidez. A integração vertical da companhia é difícil de ser replicada, combinando (dependendo do mercado) as funções de depositária, câmara de liquidação, contraparte central, plataforma de negociação, listagem de ativos e comercialização

de dados. Outras vantagens competitivas adicionais são: (i) a propriedade intelectual de contratos derivativos de bolsa, dificultando a migração da liquidez; e (ii) no mercado de balcão, uma oferta integrada (“one stop shop”) de serviços, na qual consegue discriminar preços por cliente dependendo de sua escala.

3. Porque sua alocação de capital é boa

A B3 tem a reputação entre muitos investidores de não alocar bem capital em função das aquisições que fez de Neoway e Neurotech em valor somado mais de R\$ 2,5 bilhões. Enxergamos de maneira diferente o tema. O principal motivo é que, por mais que a cifra anterior seja em absoluto elevada, ela é pouco relevante para o tamanho da B3.

De 2018 até o primeiro semestre de 2025, os desembolsos da B3 com investimentos orgânicos, M&A, dividendos e recompras somaram R\$ 38,5 bilhões. Desse montante, apenas 7% podem ser atribuídos às duas aquisições citadas e outras menores. Além de ser inadequado avaliar a capacidade alocação de capital de uma empresa focando em uma parcela tão pequena da alocação total, a própria diretoria da B3 já publicamente realizou uma autocrítica pelos múltiplos pagos pelas duas empresas. Em particular, mesmo que os dois investimentos em caso extremo não tivessem qualquer valor residual, isso seria uma perda inferior a 4% do valor de mercado atual da B3.

Também parece pouco relevante avaliar a B3 por seus investimentos orgânicos, que representaram apenas 6% dos desembolsos totais no mesmo período (2018 a junho de 2025) e que perderam relevância com a empresa reconhecendo desembolsos com tecnologia como despesas.

De longe a rubrica mais importante para ser avaliada é a distribuição para acionistas via dividendos e recompra, em 88% do valor total. É difícil argumentar contra essa escolha de alocação de capital, especialmente considerando que a B3 realizou recompras de maneira contracíclica.

Em 2021, quando o preço de sua ação atingiu sua máxima histórica, a recompra de ações foi de R\$ 0,7 bilhão e os dividendos de R\$ 6,8 bilhões. No ano seguinte, essa proporção já foi bem diferente, com a recompra de ações representando 59% da distribuição para os acionistas. Desde o ano passado, quando o preço da ação da B3 apresentou forte queda, a recompra de ações tem sido mais de 60% da distribuição de capital aos acionistas.

A B3 também gerenciou bem seu passivo de terceiros ao longo dos anos. Mesmo mirando uma estrutura de capital conservadora, emitiu liquidamente dívida para não ter uma estrutura subótima. Além disso, a companhia buscou continuamente reduzir seu custo de financiamento, recomprando oportunamente sua dívida emitida no exterior e refinanciando a spreads decrescentes no mercado local.

4. Porque seu valor de mercado está descontado

Acreditamos que a B3 está negociando a um preço que subestima seu valor. Ela está cerca de 13x seu lucro líquido de 2026, que para esse ano é boa referência para sua geração de caixa. Assim, seu *yield* é acima de 7%. Como esse é um retorno em adição a seu crescimento de lucro, a assimetria do investimento parece bem poderosa. Do ponto atual de diversificação de negócios, é difícil a B3 não crescer seu lucro pelo menos ao ritmo de inflação ao longo do tempo, sendo o mais provável um crescimento muito mais forte do que esse em um cenário mais virtuoso do mercado de capitais, como foi nos anos anteriores a 2021. Logo, no caso pessimista, o investimento pode apresentar um retorno equivalente ao da renda fixa, enquanto em um cenário alternativo, o ganho potencial pode ser desproporcionalmente superior.

Em outra referência, a B3 negocia com desconto considerável para seus pares globais. Seu múltiplo “Preço/Lucro” (P/L) é praticamente a metade daquele de bolsas de mercados desenvolvidos e inferior ao de bolsas de mercados emergentes.

Nessa comparação, uma ressalva comum ao *valuation* da B3 são os riscos de suas contingências tributárias e cíveis. Nos dois casos acreditamos que esse receio é exagerado. A questão tributária está relacionada a autuações relativas à amortização do ágio da criação da BM&FBOVESPA (antecessora da B3). Esse já foi um passivo expressivo, mas atualmente representa apenas 7% do valor de mercado da B3 após duas vitórias em autuações do caso. Com esse sucesso, parece razoável atribuir uma probabilidade ainda mais remota a essa perda potencial de 7%. A contingência civil é relacionada a um caso ocorrido na maxidesvalorização do real em 1999. Embora a perda potencial assuste por seu tamanho (R\$ 48 bilhões), a B3 já obteve vitória em todos os processos dessa causa no Tribunal de Apelação Federal. Além de julgarmos descabido o processo, entendemos que a vitória em definitivo é uma questão de tempo.

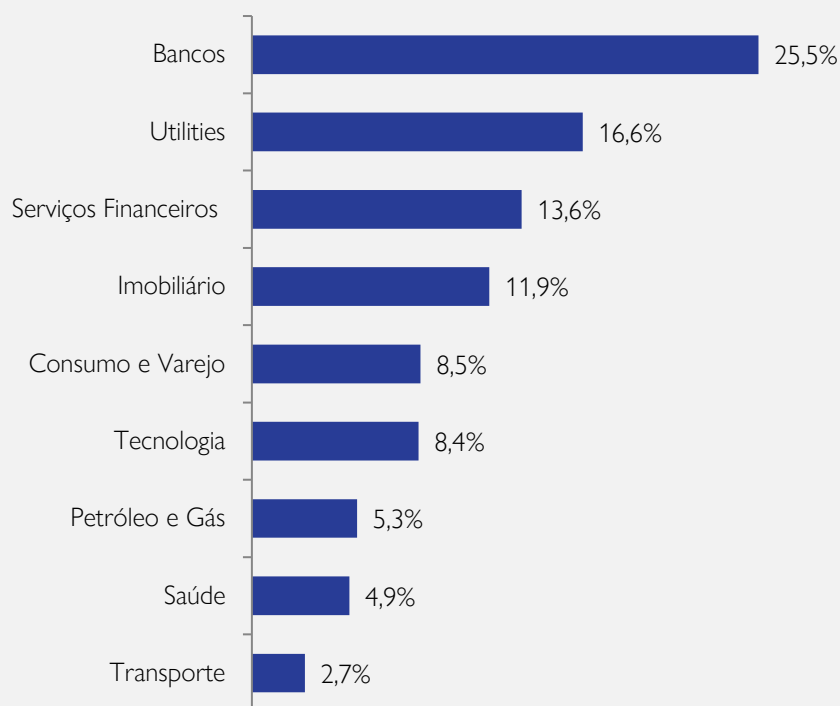
Acreditamos que os investidores não atribuem o devido valor à B3. O negócio é excepcional. Sua rentabilidade é protegida por vantagens competitivas. A alocação de capital por sua gestão é boa. O risco de contingências não provisionadas não é relevante. Mesmo assim, ela negocia com desconto considerável a pares e proporciona uma assimetria de retorno que julgamos bastante atraente na Mantaro.

MANTARO AÇÕES

Atribuição de performance setorial:

Setor	Setembro	2025
Bancos	1,4%	11,0%
Consumo e Varejo	-0,6%	3,3%
Imobiliário	1,2%	6,6%
Petróleo e Gás	0,0%	-2,5%
Saúde	-0,8%	3,1%
Serviços Financeiros	0,7%	5,0%
Shoppings	0,0%	1,8%
Tecnologia	0,9%	2,7%
Telecom	0,0%	0,0%
Transporte	-0,2%	0,5%
Utilities	0,4%	4,1%
Mantaro Ações FIC FIA	2,7%	32,3%
Ibovespa	3,4%	21,6%

Composição setorial da carteira (30/09/2025):



MANTARO LB

Atribuição de performance por estratégia:

	Setembro	Ano	24 meses	36 meses
Net long	2,0%	24,9%	15,6%	25,2%
Long Short	0,1%	1,3%	0,4%	0,2%
Internacional	0,5%	1,4%	2,1%	2,1%
Gestão ativa bruta	2,7%	27,7%	18,0%	27,5%
Proteção	0,0%	0,7%	1,3%	1,8%
Mantaro LB FIC FIM	2,6%	29,6%	19,9%	30,4%

Composição setorial da carteira (30/09/2025):

Setor	Long	Short	Líquida	Bruta
Bancos	23,8%	-4,1%	19,7%	27,9%
Utilities	12,2%	0,0%	12,2%	12,2%
Serviços Financeiros	10,1%	-1,5%	8,6%	11,5%
Imobiliário	8,8%	0,0%	8,8%	8,8%
Consumo e Varejo	6,7%	-1,2%	5,5%	7,9%
Tecnologia	6,2%	0,0%	6,2%	6,2%
Petróleo e Gás	3,9%	0,0%	3,9%	3,9%
Saúde	3,6%	0,0%	3,6%	3,6%
Transporte	2,0%	0,0%	2,0%	2,0%
Índice	0,0%	-9,1%	-9,1%	9,1%
Total	77,2%	-15,9%	61,3%	93,1%

MANTARO EQUITY HEDGE

Atribuição de performance por estratégia:

Estratégia	Setembro	2025
Net long	0,1%	8,9%
Long Short	-0,2%	1,8%
Outros	0,0%	0,1%
Caixa/Custos	0,4%	6,9%
Mantaro Equity Hedge	0,4%	17,7%
CDI	1,2%	10,4%

Composição setorial da carteira (30/09/2025):

Setor	Long	Short	Líquida	Bruta
Serviços Financeiros	7,6%	0,0%	7,6%	7,6%
Bancos	6,3%	-2,6%	3,7%	8,9%
Consumo e Varejo	5,7%	0,0%	5,7%	5,7%
Petróleo e Gás	4,7%	0,0%	4,7%	4,7%
Transporte	2,4%	0,0%	2,4%	2,4%
Saúde	2,1%	0,0%	2,1%	2,1%
Índice	0,0%	-2,0%	-2,0%	2,0%
	28,9%	-4,6%	24,2%	33,5%

CLIPPING DO MÊS

Em setembro nosso time contribuiu com alguns veículos de comunicação, segue abaixo nossa participação.

Com cortes de juros na mira, Ibovespa tem novo recorde histórico

Valor Econômico | 16/09/2025 | Por B. Furlani, G. Caldeira, G. Roca e A. Cagliari

<https://valor.globo.com/google/amp/financas/noticia/2025/09/16/com-cortes-de-juros-na-mira-ibovespa-tem-novo-recorde-historico.ghtml>

Em período turbulento, Azul tem vento favorável e ação voa 70% na semana

NeoFeed | 05/09/2025 | Por Guilherme Guilherme

<https://neofeed.com.br/negocios/em-periodo-turbulento-azul-tem-vento-favoravel-e-acao-voa-70-na-semana/>

GESTOR

Mantaro Capital Ltda
Av Ataulfo de Paiva 1.120 – sala 505 – Leblon – Rio de Janeiro/RJ
ri@mantarocapital.com.br
Tel: 55 21 2042-3328

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada Mantaro Capital, não devendo ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. Os fundos geridos pela Mantaro Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Alguns dos fundos geridos pela Mantaro Capital estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações divulgadas neste material possuem caráter meramente informativo e não constituem, em nenhuma hipótese, recomendações ou aconselhamentos sobre investimentos. A Mantaro Capital não se responsabiliza pela publicação accidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.