

mantaro

capital

COMENTÁRIO MENSAL

DEZEMBRO 2025

COMENTÁRIO MENSAL

Dezembro de 2025

RENTABILIDADES

	Dezembro	Ano	12 meses	24 meses
Mantaro Ações FIC FIA	-4,5%	32,0%	32,0%	-0,5%
Mantaro LB FIC FIM	-3,0%	29,5%	29,5%	7,8%
Mantaro Equity Hedge FIM	-0,6%	18,1%	18,1%	13,8%
<i>Ibovespa</i>	1,3%	34,0%	34,0%	20,1%
<i>CDI</i>	1,2%	14,3%	14,3%	26,7%
<i>IPCA +6%</i>	0,9%	10,5%	10,5%	22,5%

O ano de 2025 foi marcado por ajustes relevantes na bolsa brasileira, em um contexto no qual o ambiente externo mais construtivo acabou se sobrepondo às incertezas domésticas. De forma geral, o início do ciclo de cortes nos Estados Unidos e um dólar mais fraco ao longo do ano criaram condições para uma realocação de fluxos em direção a outras geografias, beneficiando os ativos brasileiros.

Esse pano de fundo levou o Ibovespa a renovar máximas históricas nominais. Ainda assim, como temos reforçado ao longo do ano, o patamar atual do índice está longe de caracterizar um mercado caro. Os múltiplos seguem abaixo da média histórica, os juros nominais e reais estão em patamares altamente contracionistas, a indústria de fundos locais segue apresentando resgates líquidos relevantes e o investidor estrangeiro ainda não retornou de forma consistente. Quando analisamos a valorização do índice em termos reais ou em relação ao crescimento dos lucros das companhias, o movimento foi bem menos expressivo do que os números nominais sugerem.

Ao longo do ano, observamos mais do mesmo no cenário macroeconômico do Brasil: uma política fiscal expansionista contraposta a uma política monetária bastante contracionista. A resultante tem sido de um recuo progressivo da inflação, tanto corrente quanto implícita, um arrefecimento gradual da atividade e um mercado de trabalho ainda aquecido.

Do ponto de vista microeconômico, o cenário segue seletivamente construtivo. Mesmo nesse ambiente de aperto monetário, nossos investimentos apresentaram expansão de lucros, resultados operacionais consistentes e balanços saudáveis, mas com preços que, em muitos casos, ainda não refletem essa melhora. Essa combinação gera uma assimetria interessante entre valor intrínseco e valor de mercado.

Destaques setoriais e performance

Setorialmente, os principais impactos positivos nos nossos fundos vieram de investimentos nos setores financeiro, *real estate* e *utilities*. As maiores contribuições individuais foram BTG, B3, Equatorial, Lavvi e Rede D'Or.

Por outro lado, o setor de petróleo foi o principal detrator de performance do ano. A exportação de deflação pela China, com combinação de uma expectativa de demanda global mais fraca e aumento de oferta pressionou o preço da commodity, afetando negativamente o desempenho das empresas do setor.

O que enxergamos para frente

Indicadores que temos acompanhado, e que já destacamos em comentários anteriores¹ ([Link](#)), apontam que o fluxo direcionado a ativos de risco Brasil segue em níveis historicamente muito baixos. Diante desse cenário, muitas empresas se aproveitaram dos baixos preços a que suas ações negociavam e realizaram recompras de ação relevantes. Outras foram alvo de aquisição.

Isso evidencia que alocadores de capital de longo prazo veem oportunidades importantes de investimento nas empresas aqui listadas, o que deixa a porta de entrada cada vez menor para os futuros investidores de ações brasileiras. Ou seja, qualquer normalização de alocação, seja do investidor local ou global, pode ter impacto relevante sobre os preços. Mais importante do que isso, enxergamos oportunidades atrativas por razões estruturais.

Há diversas empresas que continuam gerando caixa de forma expressiva, com balanços sólidos e operações eficientes, mas que ainda negociam com um nível de pessimismo embutido nos preços que não condiz nem com a situação atual nem com suas perspectivas de médio prazo.

Posicionamento e alocação de risco

Certamente, há diversas fontes de riscos mapeáveis, além dos não mapeáveis, que podem justificar tal pessimismo, mas nosso trabalho, como investidores, consiste em escolher qual risco devemos tomar. Alocação e gestão de risco são o cerne da nossa profissão.

Por isso, quando fazemos um investimento, seu tamanho é determinado não pelo seu potencial de valorização, mas sim pela perda permanente de capital que pode ocorrer caso a nossa tese esteja errada. Para estimar tal perda potencial, fazemos um exercício imaginário de viagem no tempo: nos colocamos no futuro em cenários em que o investimento foi invalidado e listamos quais seriam os principais motivos para isso ocorrer.

Com esses cenários em mãos, estimamos quais seriam as perdas potenciais, considerando também fatores de risco em comum que tal investimento tenha com o restante da carteira. O *upside* acontece por si só. Nosso papel como gestores é controlar o *downside* potencial.

Dentre os diversos riscos mapeáveis hoje, podemos destacar: o aumento na probabilidade de sucesso de um candidato presidencial visto como negativo por investidores e o aumento do prêmio de risco global com uma nova ordem geopolítica, gerando uma desaceleração da economia mais acentuada do que se espera.

Porém, nos preços atuais dos nossos investimentos, a assimetria nos parece ser bastante positiva para remunerar tais riscos. Assim, estamos com uma exposição líquida acima da média nos mandatos que possuem tal flexibilidade. As principais posições dos fundos estão concentradas nos setores financeiro, consumo e varejo, *utilities* e *real estate*.

¹ Os gráficos estão no anexo deste relatório.

Retrospectiva de atuação

Ao longo de 2025, tivemos alguns destaques de atuação compartilhados:

- **Setor alimentar:** a posição em Assaí foi a maior contribuição do primeiro semestre nos fundos e foi detalhada em nossa carta do primeiro semestre. ([Link](#))
- **Setor financeiro:** B3 está entre os principais destaques do ano. A tese foi explorada no *The Report*, do Market Makers, e aprofundada em nossa carta de setembro. ([Link](#))
- **Estratégias táticas:** nos fundos com mandato flexível, a atuação *short* em Banco do Brasil foi bem-sucedida e comentada em nossa carta de maio ([Link](#)), além de outros conteúdos e podcasts. ([Link](#))
- **Proteção:** Seguimos a nossa estratégia de sempre buscar proteções, mas apenas comprá-las em momentos em que a distribuição de retorno esperado seja significativamente diferente da que esperamos, o que costuma acontecer poucas vezes no ano. Em 2025, atuamos em duas ocasiões: a primeira, no início do ano, em que a curva de volatilidade nos permitiu comprar um *put spread* que atingiu ganho máximo em março, e em setembro, comprando uma opção de venda simples, que protegeu a carteira da queda do índice no início de outubro.
- **Internacional:** ao longo do ano, mantivemos posições em empresas globais como Meta, TSMC e Uber. O retorno relativo dessa estratégia foi positivo em reais quando comparado ao S&P 500. A exposição média foi limitada e zeramos as posições ao final do ano por custo de oportunidade frente às ações locais. Também atuamos no mercado internacional com posição em Argentina, especialmente com investimento em BYMA, principal bolsa do país, que continua nos nossos fundos.
- **Omaha e Berkshire Hathaway:** em maio, como faz há mais de 10 anos, Pedro Gonzaga, sócio e head de análise da Mantaro, esteve em Omaha e compartilhou com a comunidade do Market Makers sua experiência no encontro anual da Berkshire Hathaway. Em um ano particularmente emblemático, tivemos a oportunidade de contribuir com a *Compound Letter* ([Link](#)), aprofundando reflexões sobre o evento, a filosofia de investimento da Berkshire e os aprendizados desse momento histórico.

Conclusão

Seguimos buscando estar próximos de nossos cotistas, compartilhando de forma recorrente conteúdos relevantes sobre o cenário, nossas visões e a atuação dos fundos. No encerramento deste relatório, destacamos nossa participação no último episódio do ano do Market Makers, no qual Paulo Abreu, sócio e gestor da Mantaro ([Link](#)), detalha o posicionamento atual das carteiras, o cenário que enxergamos e como estamos pensando a alocação para o período à frente. Convidamos todos a assistir!



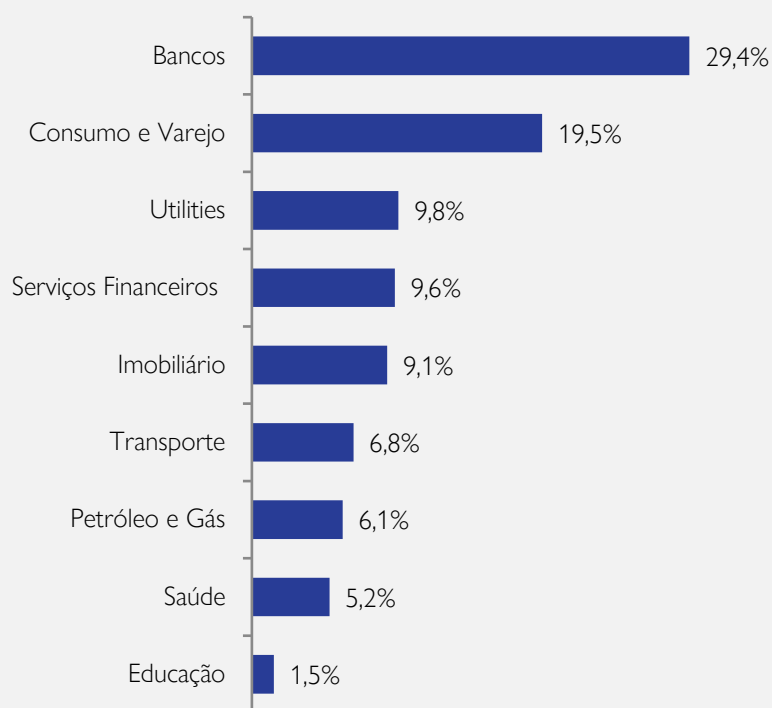
O Mantaro Ações manteve exposição próxima a 100%, conforme o mandato. O Mantaro LB fechou o mês com 67% de exposição líquida e 79% de exposição bruta e o Mantaro Equity Hedge com 23% de exposição líquida e 31% de exposição bruta.

MANTARO AÇÕES

Atribuição de performance setorial:

Setor	Dezembro	2025
Bancos	0,2%	14,3%
Consumo e Varejo	-0,8%	1,8%
Imobiliário	-1,1%	7,7%
Petróleo e Gás	0,7%	-1,8%
Saúde	0,0%	-2,3%
Serviços Financeiros	-2,8%	5,2%
Shoppings	0,0%	1,8%
Tecnologia	0,0%	2,9%
Telecom	0,0%	0,0%
Transporte	-0,4%	0,0%
Utilities	-0,3%	6,4%
Mantaro Ações FIC FIA	-4,5%	32,0%
Ibovespa	1,3%	34,0%

Composição setorial da carteira (31/12/2025):



MANTARO LB

Atribuição de performance por estratégia:

	Dezembro	Ano	24 meses	36 meses
Net long	-3,0%	24,5%	3,2%	25,9%
Long Short	0,1%	0,7%	-0,1%	-1,0%
Internacional	0,0%	1,6%	2,2%	2,2%
Gestão ativa bruta	-2,9%	26,8%	5,2%	27,2%
Proteção	0,0%	1,1%	1,7%	2,2%
Mantaro LB FIC FIM	-3,0%	29,5%	7,8%	32,7%

Composição setorial da carteira (31/12/2025):

Setor	Long	Short	Líquida	Bruta
Bancos	25,1%	-4,4%	20,7%	29,4%
Consumo e Varejo	13,8%	0,0%	13,8%	13,8%
Utilities	7,0%	0,0%	7,0%	7,0%
Serviços Financeiros	6,8%	-1,6%	5,2%	8,4%
Imobiliário	6,4%	0,0%	6,4%	6,4%
Transporte	4,9%	0,0%	4,9%	4,9%
Petróleo e Gás	4,3%	0,0%	4,3%	4,3%
Saúde	3,7%	0,0%	3,7%	3,7%
Educação	1,0%	0,0%	1,0%	1,0%
Total	73,1%	-6,0%	67,1%	79,1%

MANTARO EQUITY HEDGE

Atribuição de performance por estratégia:

	2025	dez/25
Net long	6,3%	-1,3%
Long Short	1,2%	-0,1%
Juros e Moedas	0,1%	0,0%
Internacional	0,9%	0,0%
Caixa/Custos	9,6%	0,8%
Mantaro Equity Hedge	18,1%	-0,6%
CDI	14,3%	1,2%

Composição setorial da carteira (31/12/2025):

Setor	Long	Short	Líquida	Bruta
Bancos	10,7%	-1,4%	9,4%	12,1%
Serviços Financeiros	5,2%	0,0%	5,2%	5,2%
Petróleo e Gás	4,3%	0,0%	4,3%	4,3%
Consumo e Varejo	3,8%	0,0%	3,8%	3,8%
Saúde	2,8%	0,0%	2,8%	2,8%
Índice	0,0%	-2,9%	-2,9%	2,9%
Total	26,9%	-4,3%	22,6%	31,1%

Clipping do mês

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

Ibovespa avança no último pregão de 2025 e tem maior alta nominal desde 2016

Valor Econômico | 31/12/2025 | Por Bruna Furlani

https://valor.globo.com/financas/noticia/2025/12/30/ibovespa-avanca-no-ultimo-pregao-de-2025-e-tem-maior-alta-nominal-desde-2016.ghtml?utm_source=aplicativoValor&utm_medium=aplicativo&utm_campaign=compartilhar

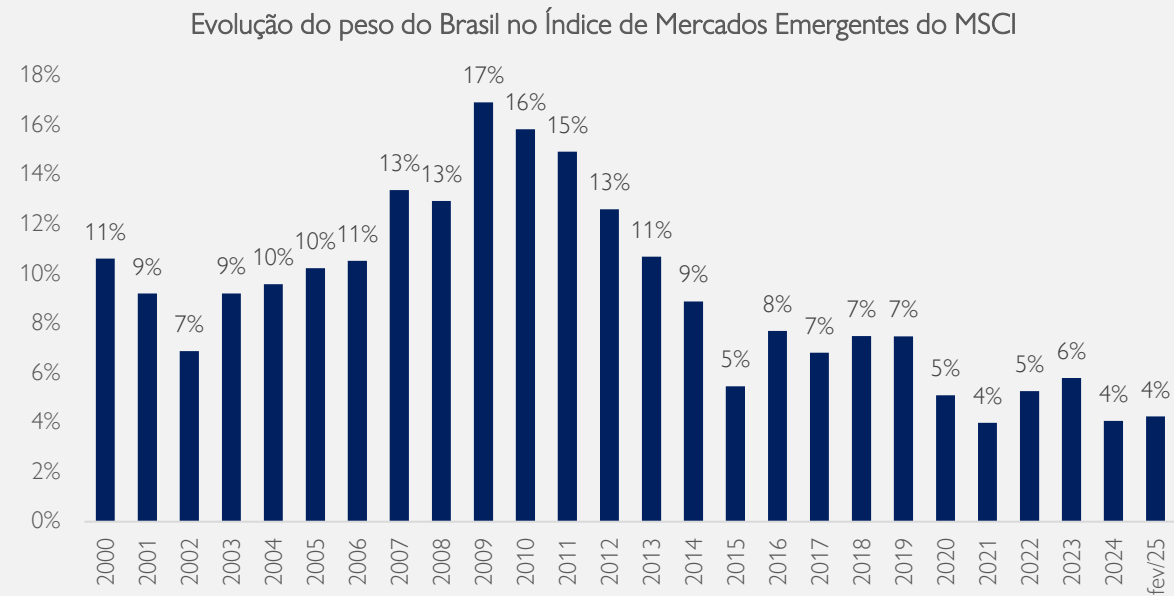
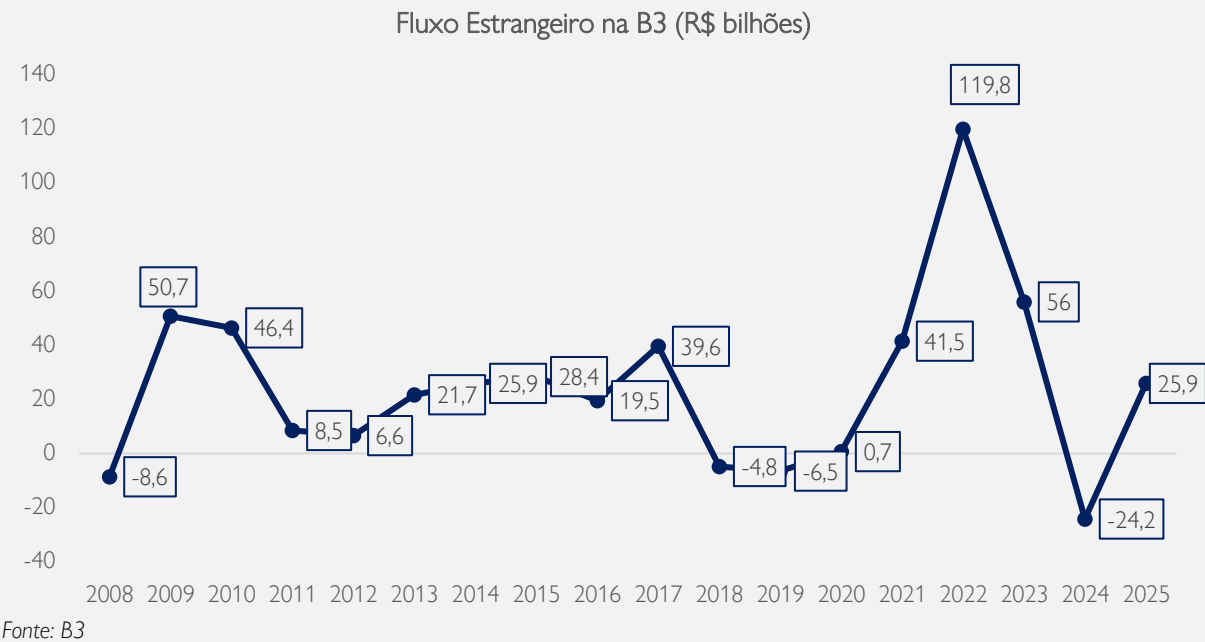
JUROS, ELEIÇÕES E BOLSA: O QUE ESPERAR PARA 2026?

Market Makers | 30/12/2025 | Market Makers

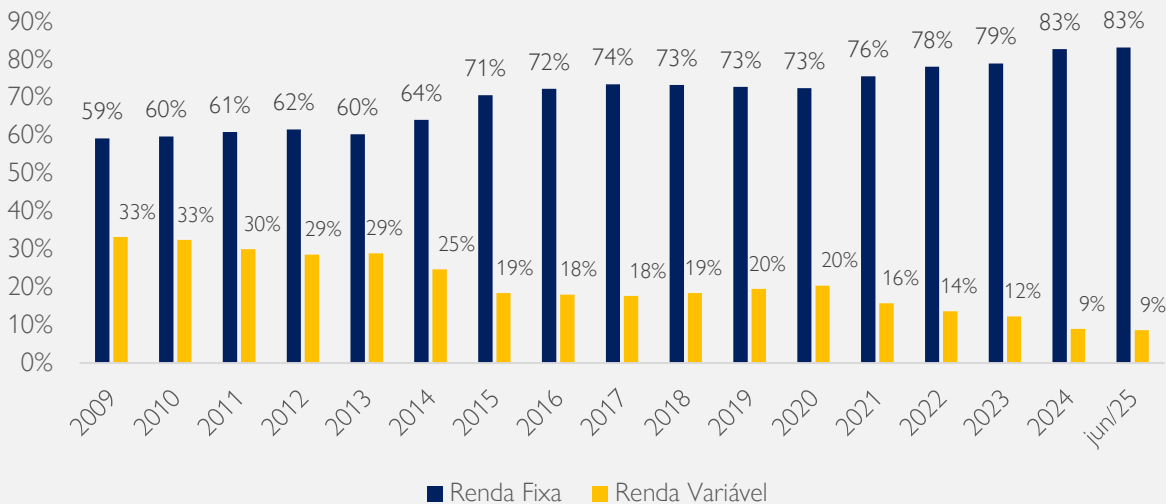
https://youtu.be/IM5SfPerNoQ?si=iT_8EFSdCbycxM8y



Anexos – Gráficos

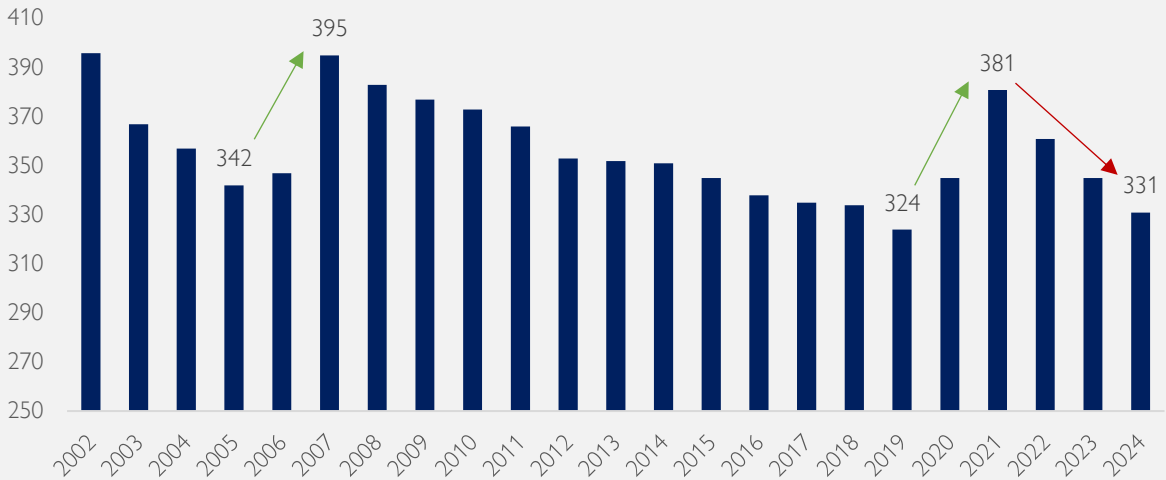


Alocação dos Fundos de Pensão



Fonte: Abrapp

Quantidade de Empresas Listadas



Fonte: World Federation of Exchanges database

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 acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.