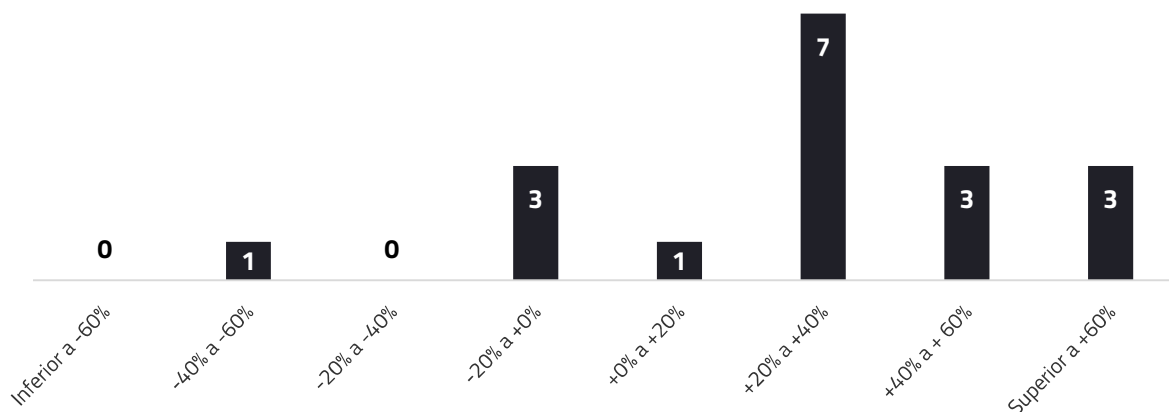


Relatório de Desempenho – 2025

Caros investidores,

Em 2025, a maior parte das ações do nosso portfólio apresentou desempenho positivo, amparado pela evolução operacional dos negócios e crescimento do lucro econômico das empresas. Parte da valorização reflete também o patamar deprimido das ações no início do 2025, conforme comentamos no Relatório de Desempenho anterior.

Distribuição de Retornos Portfólio Ori em 2025- nº de companhias



Encerramos o ano com um retorno de +25,7%, comparado com o avanço positivo de +12,54% do nosso benchmark (IPCA + Yield do IMAB). O Ibovespa e o IVBX 2 acumularam desempenho de +33,9% e +38,4%, respectivamente, sendo o IVBX 2 um índice composto principalmente por companhias domésticas e não dolarizadas. Já o índice SMLL, que concentra companhias com menor capitalização de mercado, teve desempenho de +30,7% em 2025.

As três principais contribuições para o nosso resultado vieram de **Eneva (+90% em 2025)**, **Serena (+106%)** e **Alpargatas (+118%)**.

A **Eneva** é um investimento nosso desde 2018, quando ainda era uma companhia de pequeno valor de mercado, e fez parte do portfólio por praticamente todo esse período, com exceção de alguns meses em 2023. No início de 2025, elevamos significativamente nossa exposição, reflexo do entendimento de que os principais riscos percebidos nos anos anteriores (a necessidade de recontratar termelétricas antigas e a dependência de níveis elevados de despacho) haviam sido mitigados,

e que a realização de novos investimentos a taxas de retorno elevadas seguia altamente provável. Essa decisão se provou acertada ao longo do ano e, apesar da valorização, a Eneva continua sendo um investimento significativo do Fundo.

Ao final desse Relatório, comentaremos sobre algumas “categorias” de investimentos em que vemos recorrentemente oportunidades. A Eneva se enquadra numa delas: a de “Utilities com Crescimento”. São investimentos que gostamos de carregar por longos períodos, desde que sejam (a) adequadamente remunerados e (b) em companhias com estrutura, histórico e incentivos que permitam o reinvestimento de capital com altos retornos e de forma disciplinada - seja via M&As, leilões ou novas expansões. Além da **Eneva**, nessa categoria temos investimentos relevantes na **Equatorial**, na **Alupar** e na **Energisa** que, em conjunto, representavam cerca de 30% do nosso portfólio ao final de 2025. Durante o ano, tivemos ainda a contribuição positiva do nosso investimento em **Serena (+106%)**, antiga **Omega Energia**, posição que se encerrou devido à realização da oferta para o fechamento de capital.

Em relação à **Alpargatas (+118%)**, a companhia colheu em 2025 os frutos de um processo de ajuste operacional e financeiro iniciado em 2023. A pandemia gerou um ciclo de decisões empresariais equivocadas em diversas companhias e segmentos, e a Alpargatas foi uma dessas. Por outro lado, essas decisões equivocadas da pandemia acabaram criando também uma série de oportunidades de investimento em bons negócios que precisavam voltar a fazer o básico bem-feito. A Alpargatas não desperdiçou essa “boa crise” e conseguiu emergir, provavelmente, mais forte do que antes. A operação brasileira já está estabilizada e apresentando bons resultados. Os desafios agora passam à estabilização das operações nos mercados internacionais, com destaque para o rentável mercado europeu, e pela nova parceria de distribuição nos Estados Unidos. Iniciamos 2025 com Alpargatas sendo um investimento médio no portfólio e mantivemos o investimento ao longo do ano, reinvestindo o capital que a Alpargatas devolveu via dividendos e redução de capital ao longo de 2025, no valor de R\$ 850 milhões.

Já as duas principais contribuições negativas foram **Hapvida (-56%)** e **Suzano (-15%)**.

A **Hapvida** é um investimento que mantemos há bastante tempo e que, desde o anúncio da fusão com a GNDI, passou por fases desafiadoras que sempre consideramos temporárias. Primeiro veio um ciclo de sinistralidade mais elevada que exigiu reajustes significativos. Em seguida, um ciclo de judicialização que elevou a frequência de utilização acima do que estava refletido na precificação aprovada pela ANS. Além disso, a companhia estava em processo de integração de todas as operações incorporadas ao longo dos últimos anos, com o ápice sendo a unificação da operação mais importante: a GNDI São Paulo. Enxergávamos um potencial de retorno muito elevado face ao que acreditávamos ser o *earnings power* normalizado.

A companhia é a maior operadora de planos de saúde em número de beneficiários do Brasil, operando um modelo verticalizado com vantagens de escala regional que a posicionam como *low cost provider*, algo estruturalmente difícil de ser replicado por um novo entrante. Esperávamos que 2025 fosse o ano de convergência para seu *earnings power*. Com a principal operação pós-fusão, São Paulo, finalmente operando sob seu modelo de controle operacional, junto com a maturação do ciclo de reajustes mais intensos dos últimos anos e uma judicialização mais controlada, acreditávamos que o potencial represado seria finalmente liberado.

A realidade divergiu significativamente desse cenário. A Hapvida cometeu erros substantivos de gestão operacional nos seus processos comerciais e na gestão da proposta de valor de seus produtos e serviços na operação Sudeste, particularmente em São Paulo. Esses erros resultaram em uma perda de vidas substancial em São Paulo, na incapacidade de repassar preço e no aumento da utilização médica. Apesar de continuarmos enxergando os ativos estruturais da companhia (rede, massa crítica de beneficiários e gestão crítica de custos) como portadores de vantagens competitivas genuínas e difíceis de replicar, subestimamos o risco de execução operacional e comercial, particularmente na região Sudeste. Estamos investindo tempo para, dessa experiência negativa, extrair aprendizados que minimizem o risco de nos colocarmos novamente em um investimento tão custoso como o nosso em Hapvida.

Sobre **Suzano**, o grande ponto de atenção é a entrada de capacidade integrada de papel na China, que vem se beneficiando de uma maior oferta de madeira local que se tornou disponível, sobretudo, por causa da desaceleração do setor de construção civil. Acreditamos que esse movimento seja conjuntural. Com a China colhendo madeira cada vez mais longe e a pior equação econômica desincentivando o replantio de certas áreas, importar celulose da América do Sul continuará, provavelmente, sendo a melhor opção. Estamos acompanhando essa dinâmica de perto e não observamos, em 2025, nenhum desenvolvimento que contrariasse os principais pilares da nossa tese.

A performance negativa derivou também da apreciação do real ao longo do período. Essa variação é, em certa medida, esperada em um ano de valorização das companhias mais domésticas e é uma característica do investimento em Suzano, não um defeito. Essa desconexão com o restante dos nossos investimentos é saudável para o portfólio. De forma geral, gostamos de investir em companhias exportadoras, desde que possuidoras de vantagens estruturais de custo e em momentos adequados do ciclo de suas *commodities*, como acreditamos ser o caso da Suzano.

Falando sobre alguns ajustes realizados ao longo do ano, reduzimos de maneira significativa nossos investimentos nas seguintes empresas: **Oceanpact (+60%), Smartfit (+37%), Panvel (+38%) e Vittia (-6%).**

No caso da **Oceanpact**, investimento do fundo desde agosto de 2022, o ano foi de continuidade na colheita dos frutos do ciclo de reprecificação de diárias nas suas embarcações. Entretanto, entendemos que boa parte do valor desse ciclo favorável foi sendo incorporado ao preço de mercado da companhia, o que fez com que reduzíssemos gradualmente nossa exposição. Seguimos acompanhando o ativo de forma disciplinada.

Sobre a **Smartfit**, temos ampla admiração pela posição competitiva construída pela companhia e nosso diagnóstico é de que a empresa deveria gerar retornos acima do custo de capital em um horizonte longo. No entanto, reduzimos significativamente nosso investimento em meados do ano passado, fruto de preocupação com competição, o inimigo número um dos bons retornos. Em tese, concorrentes da Smartfit não deveriam conseguir, por falta de escala e proposta de valor, obter retorno acima do custo de capital. O problema, no Brasil, é que grande parte dos modelos concorrentes opera via franquia, e os franqueados tendem a superestimar seus retornos ao não incorporarem adequadamente a depreciação dos equipamentos, uma despesa econômica real, mas que não afeta o caixa nos primeiros anos de operação. Essa percepção inflada de retorno atrai uma competição que, racionalmente, não deveria existir. Como o *economics* da Smartfit é muito dependente da sua ocupação (número de alunos pagantes por academia), e com a menor margem de segurança após performance expressiva da ação no ano, decidimos desinvestir. Dito isso, pela qualidade do negócio, da avenida de

crescimento e da gestão, somado ao fato de que mais de 60% da receita da companhia já vem de fora do Brasil e sem essa ameaça competitiva, classificamos como alta a probabilidade de voltarmos a investir na companhia em outro momento.

Já em relação à **Panvel**, temos grande admiração pela qualidade da operação em loja e pelos diferenciais construídos pela companhia ao longo de sua história, como sua presença digital, o desenvolvimento de produtos próprios e a forte percepção de qualidade da marca. Nosso investimento na empresa se iniciou em 2020 e a companhia permaneceu como uma posição relevante dos fundos até meados de 2025, tendo sido uma contribuição negativa significativa ao longo desse período. Saímos desse investimento com aprendizados importantes, em especial a constatação de quão elevado é o risco de se investir em companhias nas quais a busca pela geração de retorno sobre o capital não figura entre as principais obsessões da organização.

Por fim, a redução do nosso investimento em **Vittia** é consequência de um erro de diagnóstico sobre a dinâmica competitiva e os retornos em excesso estruturais, conforme já comentamos em nosso último Relatório de Desempenho.

Antes de passar para a próxima seção, vale mencionar que seguimos com investimento relevante no **Grupo GPS (+37%)**, líder no segmento de terceirização de mão de obra e parte do nosso portfólio desde 2021. O ano de 2025 foi bem mais calmo em termos de novas aquisições, reflexo da dedicação da empresa à integração da GRSA, companhia de catering com cerca de R\$ 3,5 bi de receita adquirida em meados de 2024. A decisão de pausar a atividade de M&A durante esse período nos parece muito acertada, evitando riscos desnecessários de alavancagem e operação. A evolução de resultados durante o ano de 2025 nos indica que essa grande aquisição se encaminha para ser um sucesso, o que deve liberar tempo e recursos para a retomada de bons M&As durante o ano de 2026.

Comentários de Gestão

A Ori Capital foi desenhada para que nós e nossos parceiros, que investimos no mesmo veículo, não enfrentemos restrições impostas pelo tamanho ou liquidez das empresas. Em um mercado pouco profundo como o brasileiro, limitar o tamanho da gestora amplia significativamente o universo de oportunidades, resultando em um portfólio diferente do de outras gestoras que, assim como nós, buscam investir principalmente em companhias de qualidade.

Mais recentemente, decidimos começar a investir também em companhias estrangeiras cujo negócio principal não é no Brasil. Até então, nossa exposição ao exterior se limitava a companhias listadas fora do país, mas com operação predominantemente brasileira, como Mercado Livre e XP. A mudança veio de forma natural: no processo de análise e estudo de companhias brasileiras, frequentemente estudamos companhias internacionais em contextos similares. Em alguns desses casos, nos deparamos com situações em que tínhamos conhecimento e confiança suficientes para investir na companhia estrangeira.

Há alguns exemplos dessa situação. No Brasil, Intelbras e XP são companhias cujo modelo de negócio é amparado em um "Conflito de Agência" e que fazem parte do nosso portfólio. Ao estudar esse modelo, investigamos companhias estrangeiras como a Legrand e a Align Technology. No caso de "Desconto para Valor de Reposição com Pricing Power Represado", que expressamos no Brasil via Oceanpact, estudamos a Tidewater no exterior. Na categoria de "Serial Acquirers", o estudo

aprofundado da GPS nos levou à Constellation Software, provavelmente a maior referência mundial em aquisições programáticas. Em todos esses casos, a vivência com a companhia brasileira nos deu uma base de compreensão que dificilmente teríamos construído partindo do zero. E esse processo se retroalimenta: quanto mais estudamos a estrangeira, mais enriquecemos nosso entendimento da brasileira.

Acreditamos que essa expansão é uma evolução natural do nosso processo. Uma das mensagens importantes é de que o ponto de partida continua sendo a massa de conhecimento e vivência acumulada ao longo de anos e não uma tela de Bloomberg ou os ativos mais quentes do momento. A outra mensagem é de parcimônia. Apesar de começarmos às margens de onde temos conhecimento, reconhecemos as diferenças e a necessidade de construir novas vivências e referências específicas. Será um processo gradual.

Abaixo, aproveitamos para listar a relação das situações em que temos experiência e vivência e que, algum dia, podemos expressar via ativos no exterior. Foram estes modelos mentais que guiaram parte dos investimentos, no Brasil ou de companhias com boa parte da operação no Brasil, que fizemos com sucesso ao longo de nossa história:

Serial Acquirers: companhias que tiram nota máxima em dois dos três principais pilares do nosso processo de avaliação¹: modelo de gestão e modelo de reinvestimento. Do lado do reinvestimento, atuam em setores pulverizados com oportunidades de aquisição de grande magnitude e longa duração, com processos comprovados de identificação, precificação e integração que geram retornos consistentes sobre cada real alocado. Do lado da gestão, possuem lideranças obsessivas com disciplina de capital, alinhamento de incentivos e capacidade de integração. Nosso investimento em GPS expressa bem essa categoria e no Brasil existem pouquíssimas companhias com essas características.

Utilities com crescimento: empresas de infraestrutura e utilidades públicas possuem alta previsibilidade de geração de caixa. E talvez esteja aqui a explicação da oportunidade: como as contas de retorno são mapeadas e calculadas pelo mercado com alguma precisão, acreditamos que a atenção fica muito focada no cálculo da TIR, negligenciando o valor potencial gerado ao se reinvestir esses fluxos em novos projetos que provavelmente acontecerão, mas não são facilmente precificáveis hoje. Quem diria, em 2010, que nos 15 anos seguintes a Equatorial teria investido em Transmissão de Energia Elétrica e em Saneamento? O crítico aqui é investir em companhias com estrutura, histórico e incentivos que tornem altamente provável o reinvestimento disciplinado desses fluxos previsíveis. Apesar de cada uma ter diferentes nuances, nessa categoria atualmente temos investimentos em Equatorial, Eneva, Alupar e Energisa.

"Colmeias" espetaculares: companhias lideradas por pessoas e/ou times que, ao longo de décadas, construíram organizações com uma capacidade fora do comum de se adaptar, encontrar novas oportunidades e gerar valor em contextos que ninguém poderia prever. São organizações que, se voltássemos 10 anos e tentássemos imaginar o que teria acontecido, provavelmente erraríamos por completo os caminhos e o destino. São companhias cujo passado é uma sequência de reinvenções bem-sucedidas e cujo futuro, apesar de imprevisível nos detalhes, tem alta probabilidade de ser

¹ Em nossas apresentações e site, falamos sobre os nossos pilares de análise: análise do modelo de negócio (vantagem competitiva/barreira de entrada, ambiente competitivo, mercado endereçável e índice de robustez), do modelo de gestão (aspectos formais e informais, como modelos de incentivo, cultura, governança e entendimento das cicatrizes históricas que moldaram a forma de atuar do grupo) e do modelo de reinvestimento (magnitude da oportunidade, histórico de alocações passadas e compreensão sobre os processos de tomada de decisão de alocação de capital). Em conjunto com as estimativas de potenciais retornos e riscos, essas são as referências que usamos para a tomada de decisão.

próspero. Nessa categoria, alguns exemplos que podemos citar são: BTG Pactual, Equatorial, WEG e PRIO. O risco nessas situações é incorretamente atribuir o sucesso passado a competências internas, endógenas e ainda presentes, quando na realidade ele foi ocasionado por ventos favoráveis e outras variáveis fora do controle da companhia.

Modelo de Conflito de Agência: companhias cujo modelo de negócio se sustenta na relação entre um intermediário supostamente independente e um consumidor final que, por falta de conhecimento técnico ou por natureza não recorrente da compra, depende da recomendação desse intermediário. O intermediário, por sua vez, possui incentivos econômicos e operacionais para recomendar os produtos de determinado fornecedor. Quando uma companhia constrói e cultiva uma rede extensa e leal desses intermediários ao longo de décadas, o resultado é um ativo intangível de enorme valor, difícil de replicar e capaz de gerar retornos elevados e previsíveis. No Brasil, Intelbras e XP são dois exemplos de companhias que operam nesse modelo e que fazem parte do nosso portfólio.

Turnaround "Back to Basics": bons negócios (via vantagens endógenas) que tiveram seus resultados prejudicados por decisões empresariais incorretas, mas sem danos permanentes ao ativo principal. Não estamos falando de comprar um business que nunca foi bom ou que tem problemas extremamente complexos a serem resolvidos, mas sim empresas que se distraíram (ou se deixaram seduzir) e, por necessidade, estão tendo que se concentrar em voltar a fazer o básico bem-feito, de forma mais focada, se desfazendo de iniciativas e ativos gestados na fase da distração. A chave aqui é acertar o diagnóstico de que o ativo principal está preservado. Foi o caso do nosso investimento em Alpargatas, que já mencionamos.

Low Cost Producer em Low de Ciclo: companhias que são as produtoras de menor custo de *commodities*, em momentos em que o ciclo está na sua fase mais desfavorável. Quando preços e margens estão deprimidos, os competidores menos eficientes sofrem desproporcionalmente, alguns saem do mercado, e a oferta se contrai. O produtor de menor custo, por outro lado, sobrevive, e colhe prosperidade quando o ciclo inevitavelmente se normaliza. A segurança aqui vem da combinação entre vantagem estrutural de custo e o momento do ciclo: compramos quando poucos querem e quando o preço da ação perpetua uma realidade que, pela própria dinâmica de oferta, tende a não durar. Um exemplo dessa categoria seria a Suzano.

Desconto para Valor de Reposição com Pricing Power Represado: conceito que tomamos emprestado da Nomad Investment Partnership e que já utilizamos na nossa Carta 09 para descrever o investimento em Oceanpact. São situações nas quais é possível comprar no mercado acionário ativos com descontos expressivos para seu valor de reposição e cuja monetização não depende da venda do ativo, mas sim de uma melhor rentabilização dele. Essa melhor rentabilização se torna altamente provável dado que a adição de uma nova oferta só será viável em um patamar muito superior de preço.

Ciclo de Capital Tradicional: setores que, após uma fase prolongada de baixa rentabilidade, passam por redução natural de oferta via fechamento de capacidade, saída de competidores e falta de novos investimentos. Quando a demanda se normaliza ou cresce, os sobreviventes se deparam com um ambiente competitivo mais racional e margens significativamente melhores. Ao contrário das categorias de "Low Cost Producer" e "Desconto para Valor de Reposição", aqui não é necessário que a companhia tenha a menor estrutura de custo ou que negocie abaixo do valor de reposição dos seus ativos. A oportunidade vem da leitura correta do momento do ciclo de oferta e da identificação de companhias bem-posicionadas para se beneficiar da sua normalização. Foi o caso do nosso investimento em Marcopolo.

Algumas dessas categorias provavelmente serão mais difíceis de traduzir em investimentos internacionais. É o caso de "Utilities com Crescimento", visto que, no exterior, raramente as palavras *utility* e crescimento caminham juntas. Além disso, nesse segmento, as especificidades regulatórias locais são difíceis de interpretar à distância. O mesmo vale para "Colmeias Espetaculares", cujo diagnóstico depende de proximidade e sutilezas que não temos certeza se conseguiremos capturar a partir do Brasil.

A mensagem central gira em torno de que, independentemente de em qual região nossos investimentos venham a ser expressos, serão sempre baseados na nossa capacidade de enquadrá-los com clareza nas situações como as descritas acima e calcados no acúmulo das experiências que tivemos com investimentos anteriores, mantendo sempre um patamar elevado de diligência prévia e monitoramento dos ativos.

Acreditamos que um Relatório de Desempenho cumpre seu papel quando atende a dois propósitos: ajudar nossos investidores a compreender melhor a nossa filosofia de investimento e nos forçar a organizar e revisar nossas próprias ideias, exercício que melhora a qualidade das nossas decisões. Esperamos ter conseguido.

Agradecemos a confiança e ficamos à disposição

Ori Capital

Desempenho 2025

	Ano	Desde 2019 ²	Desde o Início ³
Ori Capital I FIC FIA	25,71%	36,98%	121,09%
Benchmark⁴	12,54%	106,11%	235,12%
IVBX2	38,41%	57,63%	116,79%
Ibovespa	33,95%	83,33%	166,61%

² Os processos decisórios e de investimento atuais foram implementados em 2019, inclusive.

³ Início do Fundo em 28 de agosto de 2014.

⁴ Benchmark: IPCA + Yield IMA-B (IMA-B é um índice calculado pela Anbima que representa a média dos cupons de uma carteira de títulos públicos federais indexados ao IPCA).