

# **| Carta de Gestão**

3º Trimestre de 2025

*“Changes, turn and face the strange”*

Trecho da música Changes do David Bowie

O Fundo **Porto SFA FIF CIC Ações** encerrou o terceiro trimestre de 2025 com um retorno acumulado de 2,15%, contra uma alta de 5,32% do Ibovespa.

Período	Porto SFA	Ibovespa	CDI
<b>3T25</b>	2,15%	5,32%	3,70%
<b>Últimos 3 anos</b>	23,00%	34,02%	43,03%
<b>Últimos 5 anos</b>	34,70%	52,75%	63,09%
<b>Desde o início</b>	365,73%	173,31%	210,80%

## Introdução

O terceiro trimestre de 2025 foi marcado por maior volatilidade no mercado local, à medida que o ciclo eleitoral de 2026 começa a ganhar protagonismo e movimentos de bastidores passam a ocupar espaço relevante no noticiário e nas expectativas dos agentes econômicos. Cenários eleitorais costumam trazer incerteza, mas a antecipação dos debates e a intensidade dos ruídos atuais reforçam a necessidade de disciplina e paciência.

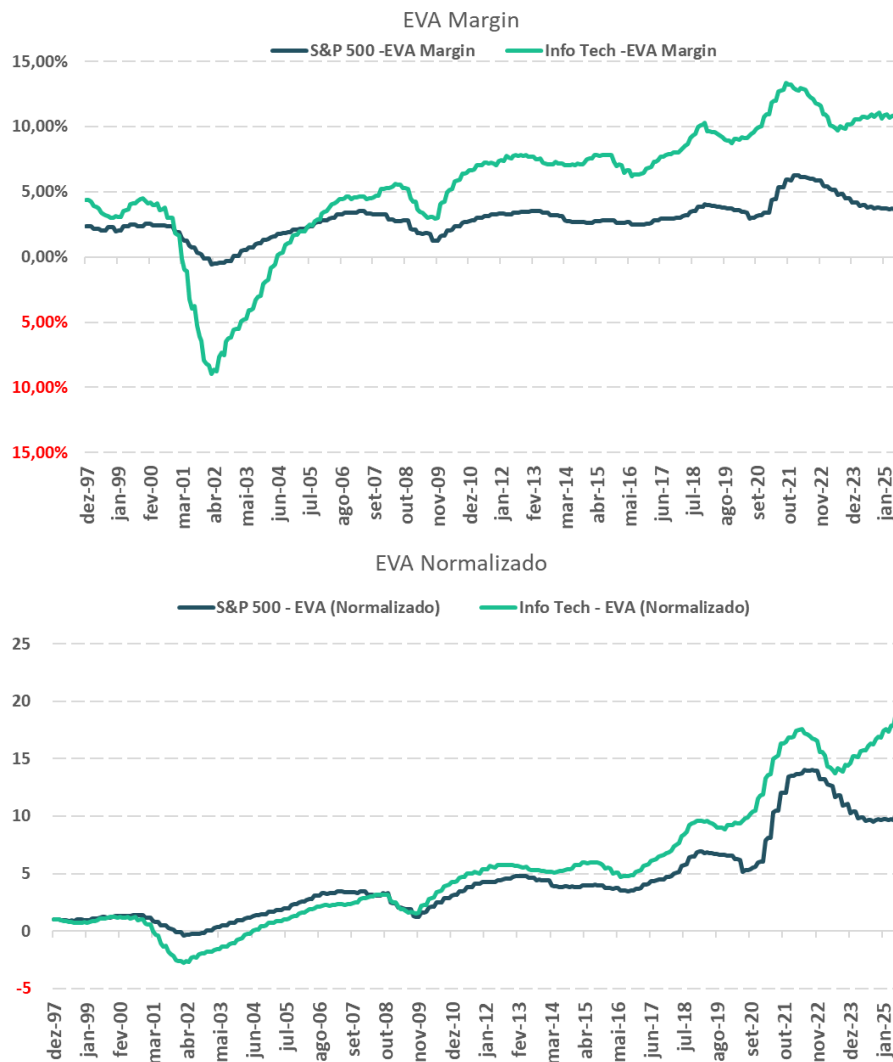
No ambiente internacional, os Estados Unidos seguem em um ponto de inflexão importante: depois de anos de política monetária mais restritiva, começam a surgir sinais de desaceleração econômica e maior debate em torno do ritmo e da profundidade do ciclo de normalização de juros. Ao mesmo tempo, tensões geopolíticas e discussões sobre tarifas e sanções adicionam camadas de complexidade a um contexto global já desafiador.

Sabemos que a sustentabilidade fiscal de longo prazo é peça-chave para o Brasil manter credibilidade e atratividade estrutural. Por isso, conforme nos aproximamos de 2026, esperamos que o debate público intensifique discussões importantes.

Como investidores de longo prazo, é fundamental reconhecer este momento, mas sem perder o foco na essência: identificar bons negócios, com boa governança, capacidade comprovada de execução e negociados a preços atrativos. Em períodos de maior barulho, paciência, convicção e rigor analítico se tornam ainda mais valiosos e o tempo tende a premiar quem permanece fiel à sua filosofia e processo de investimento.

## Setor de Tecnologia

Encerrando nossa trilogia de cartas sobre temas importantes da história da SFA, após abordarmos o setor financeiro com BR Partners e economia doméstica com a GPS, vamos falar de tecnologia. As ações de tecnologia construíram e destruíram muitas fortunas. Alguns investidores ainda têm na memória o espetacular e trágico estouro da bolha das empresas de tecnologia no início dos anos 2000. Porém, desde o fracasso das empresas dot.com, algumas empresas de tecnologia foram capazes de gerar valor exponencial aos seus acionistas como nunca ocorrido antes na história dos investimentos. Olhando o histórico dos últimos 10 anos do S&P 500, a contribuição das chamadas “*Magnificent Seven*” (ações das empresas Alphabet, Amazon, Apple, Tesla, Meta, Microsoft e Nvidia) para o mercado acionário americano foi significativa e impulsionaram a performance que bate recordes ano após ano.



A análise financeira das empresas de tecnologia é complexa. Geralmente, são empresas que possuem uma alta expectativa de entrega de valor futuro embutida no preço, possuem mais ativos intangíveis como propriedade intelectual, patentes e marcas do que ativos físicos, como fábricas e máquinas. Além disso, trata-se de um setor em rápida transformação. Não é fácil prever o retorno das empresas de tecnologia no longo prazo, mas, como em todos os investimentos da SFA, buscamos identificar vantagens competitivas da empresa, boa gestão, governança sólida e *valuation* atrativo. Nosso processo de investimento é a base da análise neste setor de rápida transformação, o que nos deixa menos suscetíveis ao movimento do noticiário das empresas.

Ao analisar o setor de tecnologia, é preciso destacar que existem diversos players e segmentos de atuação. Cada um pode apresentar vantagens competitivas distintas em sua própria dinâmica, mas apresentamos aqui algumas vantagens comuns de empresas de tecnologia que foram bons investimentos:

## Principais Vantagens Competitivas de Empresas de Tecnologia

### 1. Capital Intangível (*Intangible Assets*)

- Patentes, marcas e propriedade intelectual: Protegem inovações tecnológicas contra cópias e criam barreiras de entrada.
- Software proprietário e algoritmos: São difíceis de replicar, especialmente quando combinados com aprendizado contínuo. Exemplo: Google, Microsoft.

## 2. Efeito de Rede (*Network Effect*)

- Quanto mais usuários uma plataforma tem, mais valor ela oferece a cada novo usuário.
- Exemplo: Facebook, Uber, Amazon, LinkedIn.
- Isso cria uma vantagem exponencial difícil de se competir.

## 3. Custos de Troca (*Switching Costs*)

- Softwares complexos ou serviços integrados criam altos custos (financeiros, operacionais e de aprendizado) para os clientes mudarem de fornecedor.
- Exemplo: Salesforce, SAP, Adobe.

## 4. Eficiência de Custos (*Cost Advantage*)

- Empresas que operam em grande escala conseguem oferecer produtos/serviços a preços menores.
- Exemplo: Amazon (logística + cloud), Google (infraestrutura de dados).

## 5. Escala Eficiente (*Efficient Scale*)

- Em nichos ou mercados onde apenas alguns players conseguem operar de forma eficiente.
- Exemplo: Data centers, provedores de cloud (AWS, Azure).

Outras observações relevantes para o setor de tecnologia:

- Crescimento rápido nem sempre indica um "*moat*" — muitas startups crescem, mas não têm vantagem competitiva duradoura.
- Tecnologia muda rápido: *moats* precisam ser analisados constantemente, pois podem se deteriorar com inovações disruptivas.
- Empresas com *moats* tendem a ter retornos sobre capital investido acima da média ao longo do tempo.

A história da SFA é marcada por bons investimentos em empresas de tecnologia fora do radar dos investidores, como Sinqia, TSMC e Linx, bem como em nomes mais óbvios, como Google e Amazon. Em todas elas, identificamos fortes vantagens competitivas, aliadas a uma gestão competente e motivada.

Nesta carta, apresentamos uma nova empresa de tecnologia do nosso portfólio, cuja oportunidade acreditamos estar fora do radar dos investidores. A Positivo Tecnologia, que ainda carrega o estigma de fabricante de computadores de baixo custo, passou por uma transformação e hoje é fornecedora de hardware e serviços de infraestrutura de TI para o mercado corporativo.

Vale comentar, brevemente, que em Positivo fizemos mais de 50 entrevistas com *stakeholders*, entre eles, funcionários, ex-funcionários (principalmente), acionistas, conselheiros (em sua totalidade), concorrentes e cadeia. Acreditamos que o trabalho qualitativo é essencial, e tivemos a oportunidade de visitar também 3 feiras de negócio (Autocom, Febraban, Exposec) de alguma forma ligadas à atividade da empresa, onde pudemos também interagir com mais dezenas de participantes da cadeia. Também visitamos a sede da positivo em Curitiba, onde fizemos uma imersão nas pessoas, negócios e cultura da empresa. Eventualmente pretendemos também visitar as fábricas em Manaus. A Positivo apresenta uma tese singular. Entender suas diversas avenidas de crescimento exige algum investimento e tempo, pois a companhia mudou muito em relação ao que era no passado.

## Positivo Tecnologia: Mais do Que os Olhos Podem Ver



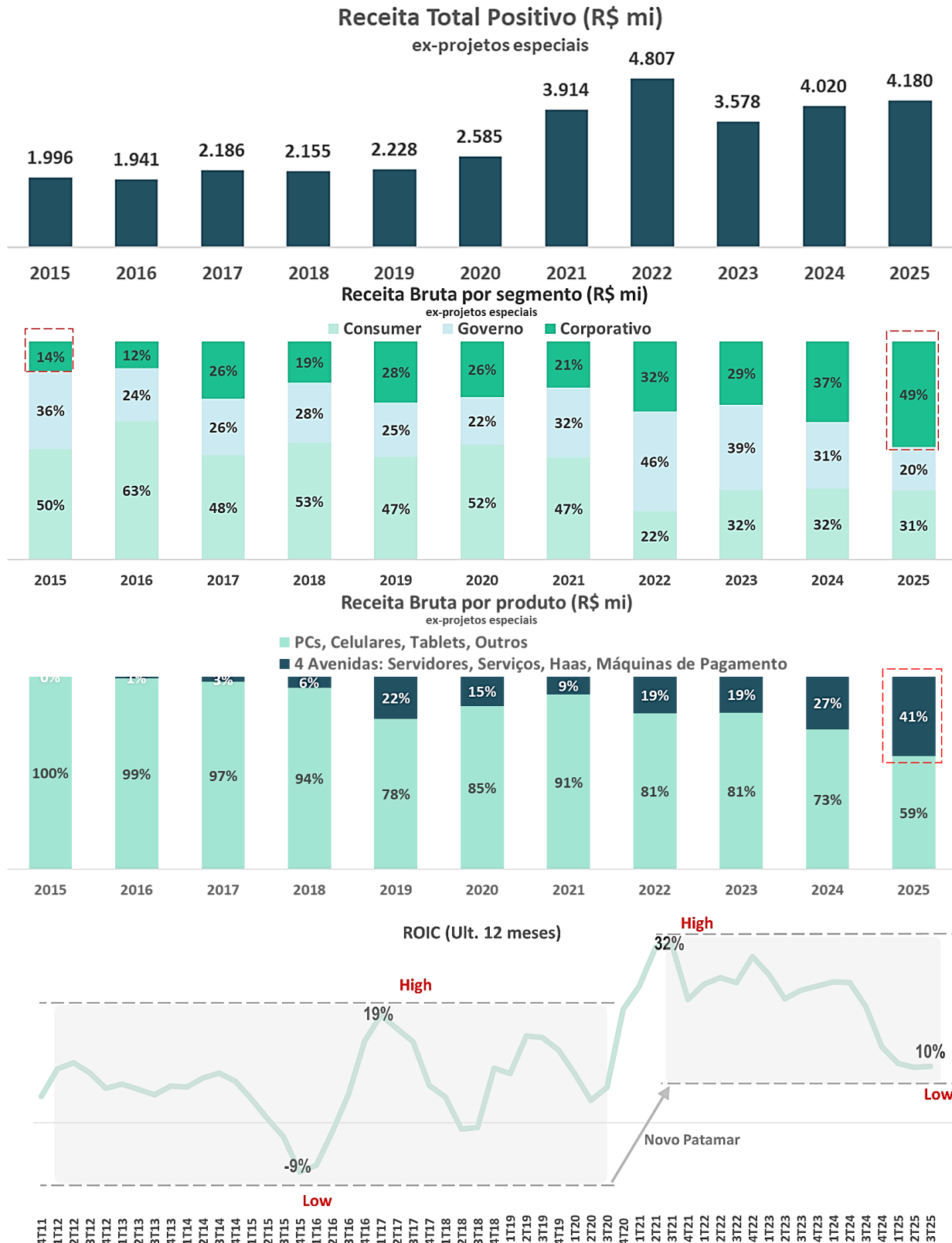
A Positivo Tecnologia representa uma história clássica de transformação, cujos efeitos devem ficar visíveis nos próximos trimestres. Conhecida inicialmente por sua linha de PCs acessíveis, vendidos no grande varejo nacional, a partir de 2017 a Positivo redirecionou sua operação para atender principalmente o segmento corporativo (grandes empresas). O motor dessa transformação foi a entrada e maturação da companhia em algumas “novas avenidas”: mercados ou modelos de negócio mais rentáveis e menos cíclicos do que o negócio legado. Essas novas avenidas aproveitam as qualidades que a Positivo já possuía: agilidade, boa gestão, conhecimento profundo do mercado brasileiro, canais de venda estruturados, eficiência tributária, ampla escala e uma cadeia de suprimentos forte e estabelecida. No passado, a natureza cíclica e de baixa margem do mercado principal historicamente limitou a capacidade da companhia de gerar valor de forma consistente para os acionistas.

Com mais de 30 anos de atuação, a Positivo oferece um portfólio diversificado de produtos e serviços, que englobam desenvolvimento, fabricação, comercialização e distribuição de hardware, software e soluções integradas. Seu portfólio inclui computadores, celulares, tablets, acessórios, servidores, tecnologias educacionais, dispositivos para casas e ambientes inteligentes, terminais de pagamento, locação de equipamentos de informática e mobilidade (Hardware as a Service – HaaS), além de projetos especiais sob demanda. Reconhecida por popularizar o PC no Brasil, a empresa consolidou-se como destaque no mercado brasileiro de computadores, o que lhe rendeu, entre concorrentes internacionais, o apelido de “local king”, e, no passado, foi alvo de diversas ofertas de aquisição.

Após as vendas de computadores para o varejo no Brasil despencarem entre 2013 e 2017, a companhia passou por uma transformação estratégica para se posicionar como fornecedora de infraestrutura de hardware para o mercado corporativo, preservando sua presença no varejo. Desde então, vem ampliando sua atuação no mercado B2B e se consolidando como fornecedora completa (one-stop-shop). A Positivo segue se expandindo no mercado corporativo, com novas linhas de negócio além do PC — como Serviços de TI, Soluções de Pagamento, Segurança, Servidores e Hardware as a Service (HaaS) — que oferecem maior recorrência, margens superiores e eficiência de capital. Com um mercado endereçável de R\$ 121 bilhões, ante uma receita de R\$ 4 bilhões, a companhia tem grande potencial de crescimento. Em 2024, o segmento corporativo representou 37% da receita; em 2025 próximo de 50% da receita e esperamos que continue ganhando participação.

O ponto da nossa tese é a mudança estratégica iniciada em meados de 2017. A gestão passou a alavancar suas forças existentes para penetrar em mercados de maior valor agregado, focou em novas avenidas de crescimento principalmente mirando o segmento corporativo. As divisões de Serviços de TI, Servidores e Soluções de Pagamento deixaram de ser apostas e se tornaram motores de crescimento, com margens e taxas de expansão significativamente superiores às do mercado legado de venda de PC ao varejo.

Essa transição vem alterando, de forma estrutural, o perfil de rentabilidade da Positivo. Mesmo em um momento de baixa no ciclo de vendas de PCs e na demanda governamental, a empresa já exibe um retorno sobre o capital investido (ROIC) superior aos picos de ciclos anteriores, forte evidência de melhoria estrutural. Vemos, portanto, uma oportunidade de investir na “nova Positivo” a um preço que ainda reflete a antiga, estigmatizada como “fornecedora de PCs para lojas de departamento”.





A nossa tese sobre a Positivo é simples: trata-se de uma empresa com vantagens competitivas e boa gestão, que passa por um processo de transformação, deixando de ser uma fabricante de computadores focada no varejo para tornar-se uma das principais fornecedoras de infraestrutura tecnológica para clientes corporativos.

## Breve Histórico da Positivo

A Positivo Tecnologia, é uma empresa brasileira fundada em 1989, em Curitiba, Paraná, como parte do Grupo Positivo, que atua originalmente no setor educacional desde 1972. A criação da Positivo Informática teve como objetivo inicial desenvolver soluções tecnológicas para a área de educação, como softwares educacionais e sistemas de gestão escolar.

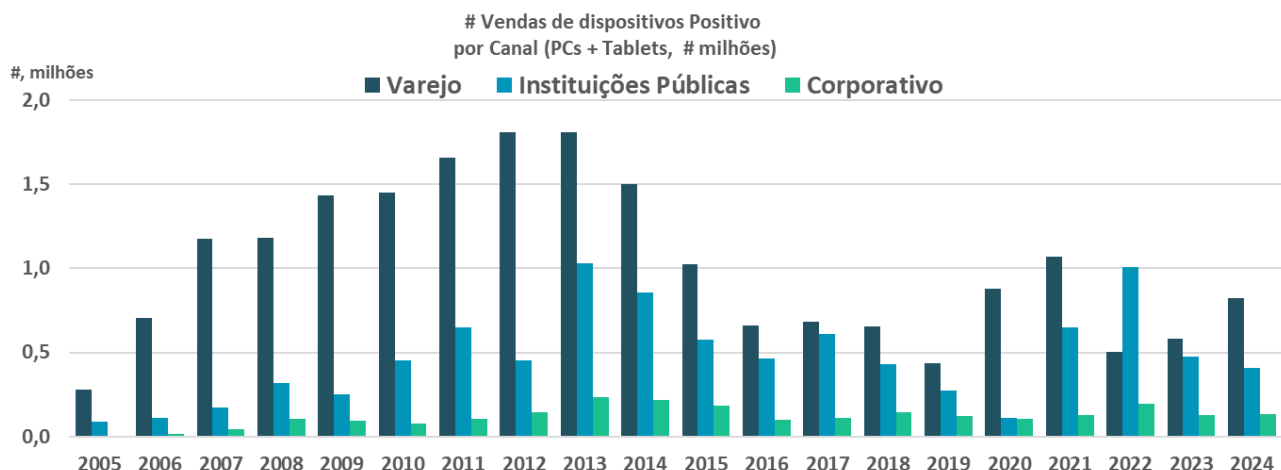
Nos anos 1990, com o crescimento do mercado de informática no Brasil, a Positivo expandiu seu foco e passou a fabricar e comercializar computadores pessoais (PCs). Essa mudança estratégica ocorreu em um período em que o acesso à tecnologia ainda era limitado no país, e a empresa se destacou por oferecer equipamentos com preços mais acessíveis ao público brasileiro.

Ao longo dos anos 2000, a Positivo consolidou-se como líder de vendas de computadores no Brasil, especialmente no segmento de varejo. Seus produtos ganharam espaço em lojas de todo o país graças à combinação de preço competitivo, parcerias com redes varejistas e à inclusão de conteúdo educacional em seus equipamentos, o que agregava valor às suas ofertas.

Em 2006, a empresa passou por uma reestruturação e abriu seu capital na Bolsa de Valores de São Paulo (B3), com o nome de Positivo Informática, por meio de uma oferta primária de R\$ 640 milhões no segmento Novo Mercado.

## Tese de Investimento

Desde o IPO, a história da Positivo como empresa de capital aberto pode ser dividida em duas fases. Na primeira fase, a Positivo foi a principal responsável pela popularização dos computadores junto à classe C brasileira, entre 2006 e 2016, em paralelo à expansão do crédito ao consumo durante os governos Lula e Dilma. Em meados de 2013, porém, o mercado de computadores no Brasil, então em crescimento, começou a mudar. Em um mercado que vendia cerca de 15 milhões de microcomputadores por ano, as vendas despencaram para cerca de 5 milhões anuais. Isso levou a companhia a enfrentar dificuldades financeiras em 2016, e a Positivo se viu na necessidade de diversificar seus negócios. Para entender a nossa tese sobre a Positivo, é essencial notar que a companhia passou por um *turnaround* em 2017.



Apesar da menor venda de computadores, o gráfico de ROIC anteriormente apresentado, na página 6, evidencia que a Companhia vem gerando maior retorno mesmo com menores volumes de venda de computadores.

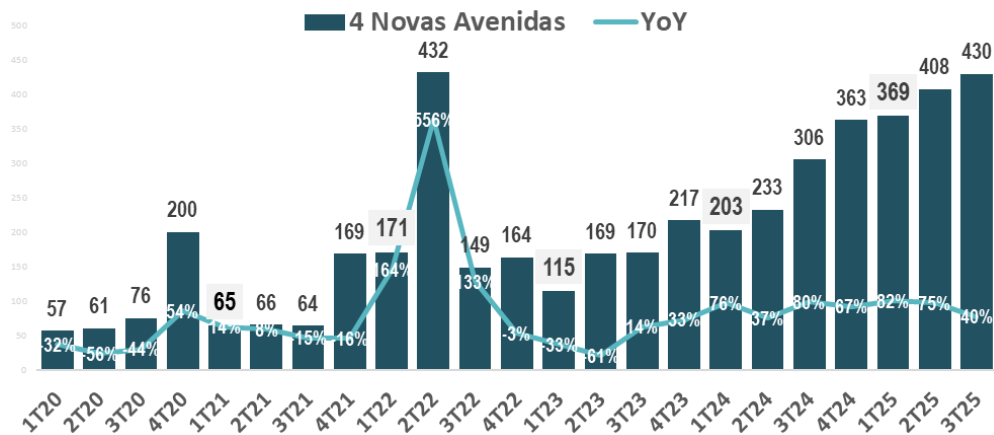
O mercado de computadores para o varejo é difícil. Exige muito capital de giro, opera com margens baixas, é extremamente cíclico e dependente de grandes varejistas como Casas Bahia e Magazine Luiza. Mesmo nos períodos de forte volume junto à classe C, a Positivo não gerava valor aos acionistas, medido pelo EVA. Em outras palavras, o retorno não superava o custo de capital empregado. Era, portanto, um negócio sem atrativos para a SFA, pela dificuldade de enxergar potencial de geração futura de valor.

Por isso, em 2017, a companhia passou por uma reformulação estratégica e iniciou a diversificação dos negócios. A Positivo não poderia mais depender exclusivamente da venda de PCs ao varejo para se manter como fabricante nacional de hardware. A empresa decidiu olhar para dentro do negócio e identificar suas vantagens competitivas e como poderia usar essas forças para se reinventar. Ao longo das décadas, a Positivo construiu conhecimento e relacionamento com a cadeia global de suprimentos de hardware, um parque fabril com capacidade de produção, e uma estrutura de distribuição para todo o território nacional, considerando as complexidades tributárias e logísticas inerentes ao Brasil. Essas características são irreplicáveis para qualquer empresa nacional que queira competir no mercado de hardware no país. São vantagens que fazem da Positivo o *player* de menor custo, que a levam a ser chamada por seus principais concorrentes internacionais (Dell, Lenovo e HP) de “local king”, e que a tornaram alvo de ofertas de aquisições nos anos 2000.

A Companhia passou a explorar suas vantagens e iniciou a mudança do modelo de negócio, implementando ajustes para alcançar lucro mais sustentável:

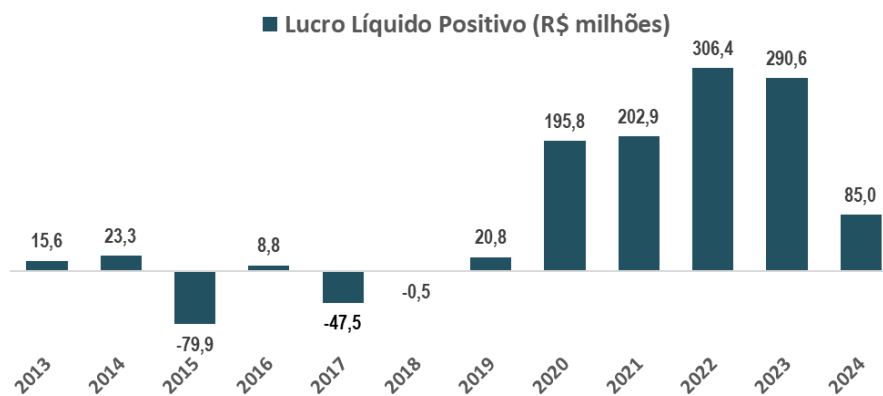
- Entrada no segmento corporativo: competindo com os principais concorrentes em um mercado de melhor margem, menor necessidade de capital de giro e menor ciclicidade de vendas, sustentado por estratégia de maior customização, melhor atendimento e assistência técnica aprimorada.
- Diversificação do portfólio: ampliou a atuação para além de computadores, com foco em celulares e tablets, serviços de infraestrutura, novas linhas como IoT para casa inteligente, servidores corporativos (Accept) e soluções “*as a service*”.
- Reposicionamento de marca: em 2017, a empresa mudou o nome de Positivo Informática para Positivo Tecnologia, a fim de refletir escopo mais amplo de atuação.
- Redução de dívidas e de alavancagem: diminuição da dívida líquida observada nos balanços de 2016 e 2017, cortes de custos e melhores condições de financiamento.
- Melhorias operacionais: redução de estoques antigos, controle de custos fixos e ganhos de eficiência na produção.
- Expansão para novos mercados e canais: venda direta ao varejo, atuação internacional em segmentos selecionados, atendimento aos segmentos governamental e corporativo com novas ofertas, licenciamento de marcas como VAIO e formação de parcerias.



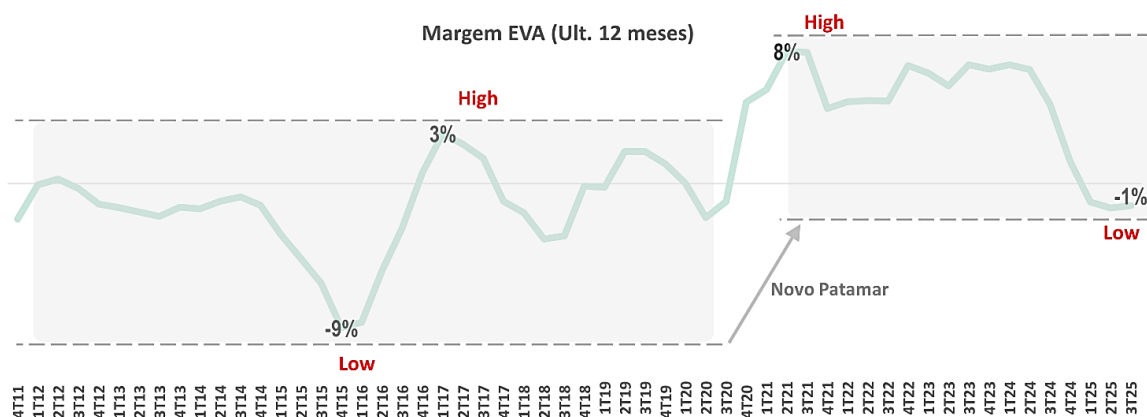


Receita Bruta: 4 Novas Avenidas (R\$ mi) – PSS (servidores), S+ (serviços), HaaS (aluguel) e Máquinas de pagamento

Após anos de prejuízo, entre 2015 e 2018, os resultados da nova estratégia começaram a aparecer em 2019. A Positivo reverteu o prejuízo de 2018, de aproximadamente R\$ 500 mil, e registrou lucro líquido de R\$ 20,8 milhões. Desde então, a empresa não voltou a registrar ano no vermelho. A entrada no segmento corporativo foi determinante para elevar a lucratividade da Companhia a um novo patamar, com uso mais eficiente de capital. Nota-se que, após 2018, o retorno sobre o capital não ficou abaixo do custo de capital, ao passo que, no período anterior, em ciclos desfavoráveis, havia destruição de valor. Assim, pode-se considerar que o *turnaround* da Positivo foi bem-sucedido.



Fonte: Empresa



Estimativas SFA

Atualmente, a Companhia segue perseguindo o crescimento em novas avenidas: servidores, serviços, hardware-as-a-service (HaaS) e máquinas de pagamento, que detalharemos mais adiante nesta carta. Essas

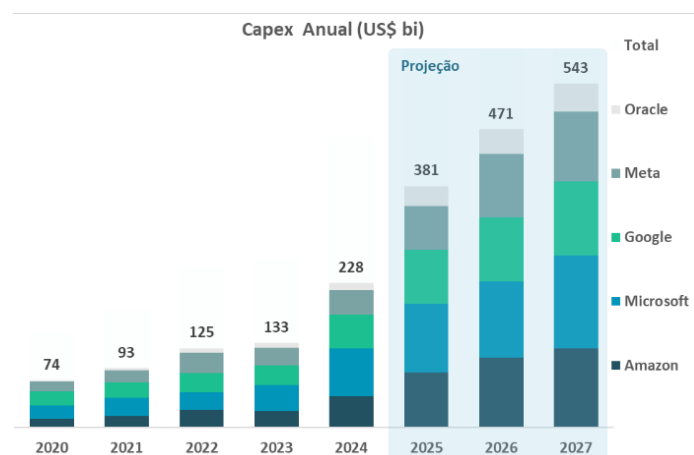
frentes já são relevantes na composição da receita da Positivo e tornam a oferta de uma solução única e integrada para clientes corporativos cada vez mais estratégica. Ainda assim, a ciclicidade dos segmentos de legado, como a venda de computadores para o varejo e para o setor público, tem afetado negativamente os resultados e pressionado o lucro nos últimos três trimestres. Consideramos o período atual oportuno para montar posição em Positivo: a continuidade do crescimento das novas avenidas, que apresentam margens superiores, tende a tornar os resultados menos voláteis. Com a normalização do ciclo de demanda do varejo e do setor público, enxergamos potencial significativo de geração de valor. O avanço do resultado nesses novos segmentos deve ser suficiente para afastar o estigma de fabricante de computadores para as Casas Bahia e posicionar a companhia como fornecedora de infraestrutura de hardware para grandes empresas. Caso a Positivo fosse ainda apenas uma fabricante de computadores para a classe C, não enxergaríamos a empresa como um investimento atrativo. Hoje, porém, apesar de manter o negócio legado, a Positivo é capaz de entregar tecnologia de ponta, como no supercomputador da Petrobras, licitação que venceu recentemente. Acreditamos que, na segunda onda de evolução da Inteligência Artificial, marcada pelo desenvolvimento de ferramentas de IA em servidores próprios das empresas, além de iniciativas como o PBIA e o Redata, a Positivo está bem-posicionada para capturar essa oportunidade como uma das principais fornecedoras de hardware e serviços de infraestrutura.

## IA: Do Software Para o Hardware

Além das qualidades próprias da Positivo, acreditamos na tese de que o mundo da tecnologia está passando por uma ruptura, uma revolução, em sua forma de funcionamento. Enquanto nos últimos 10 anos vimos o crescimento de empresas altamente geradoras de valor em software, com custos marginais de reprodução virtualmente nulos, acreditamos que caminharemos, nos próximos 10 anos, para uma realidade muito mais intensiva em capital físico. Um mundo com altos níveis de CAPEX, em que a depreciação de ativos tangíveis consome parcela maior dos resultados e em que os custos variáveis se tornam um dos gargalos tecnológicos e de crescimento.

Nesse cenário, ganham valor os ativos ligados à cadeia de produção de hardware, onde a Positivo se situa. Como consequência, conhecimento de hardware, ativos fabris, escala e relacionamento com fornecedores asiáticos tendem a se tornar cada vez mais valiosos. No contexto da Positivo, que opera fábricas em escala, entendemos que a companhia está posicionada para se beneficiar dessa tendência de longo prazo, possibilitando geração ainda maior de valor.

No passado recente houve a supremacia do software, com empresas como Meta, Google e Microsoft operando com custos marginais de replicação relativamente baixos e gerando muito valor. Hoje, essas mesmas empresas têm investido quantias colossais em hardware ligado a AI, e a tendência para os próximos anos é que isso apenas aumente.



Fonte: Empresas

Embora exista discussão sobre o retorno desses investimentos, acreditamos que IA é uma revolução tecnológica que veio para ficar e que, ao longo de sua maturação, deverá gerar muito valor para as empresas e para a sociedade. Portanto, acreditamos que custos variáveis maiores, ligados a hardware, tendem a ser mais prevalentes, tornando as fábricas em ativos mais valiosos no geral.

A Positivo não costuma ser vista como beneficiária de IA, mas enxergamos alguns vetores que podem favorecê-la. Começando pelo mercado de computadores, essa onda de IA deve acelerar o ciclo de renovação, com maior demanda por máquinas mais potentes. Adicionalmente, o tíquete médio das máquinas novas deve subir, com parte do processamento migrando para a borda dos dispositivos, o chamado *edge* IA, o que exige componentes mais caros, como NPUs nos processadores. Além disso, o mercado de servidores também se beneficia. A Positivo já possui uma operação relevante em servidores, que ainda abordaremos em detalhe nesta carta, e trata-se de um negócio que naturalmente ganha com data centers de IA quando essa demanda chegar com mais força ao Brasil. O Brasil, devido às suas características de abundância de energia, espaço e demanda, é um candidato promissor a receber investimentos maciços em data centers voltados para IA.

## Pessoas e Cultura

O negócio da Positivo é desafiador, mas a Companhia atua nesse segmento desde a década de 1990, sendo a única fabricante nacional que atravessou diversos ciclos econômicos e hoje ocupa posição relevante no mercado brasileiro de hardware. Em nossa visão, há algo diferente na empresa que explica essa resiliência. Boa gestão é uma condição essencial em qualquer companhia que preserva liderança no seu mercado. O que primeiro nos impressionou na Positivo foi o time executivo e a cultura da Companhia, algo que não esperávamos, pois iniciamos a análise com algum viés. Conversamos várias vezes com executivos de primeiro e de segundo escalão e, sem exceção, todos demonstraram orgulho genuíno em trabalhar na empresa e defenderam a bandeira de serem a fabricante nacional de hardware. Acreditamos que o principal agente dessa cultura é o seu principal executivo e fundador, Hélio Rotenberg.

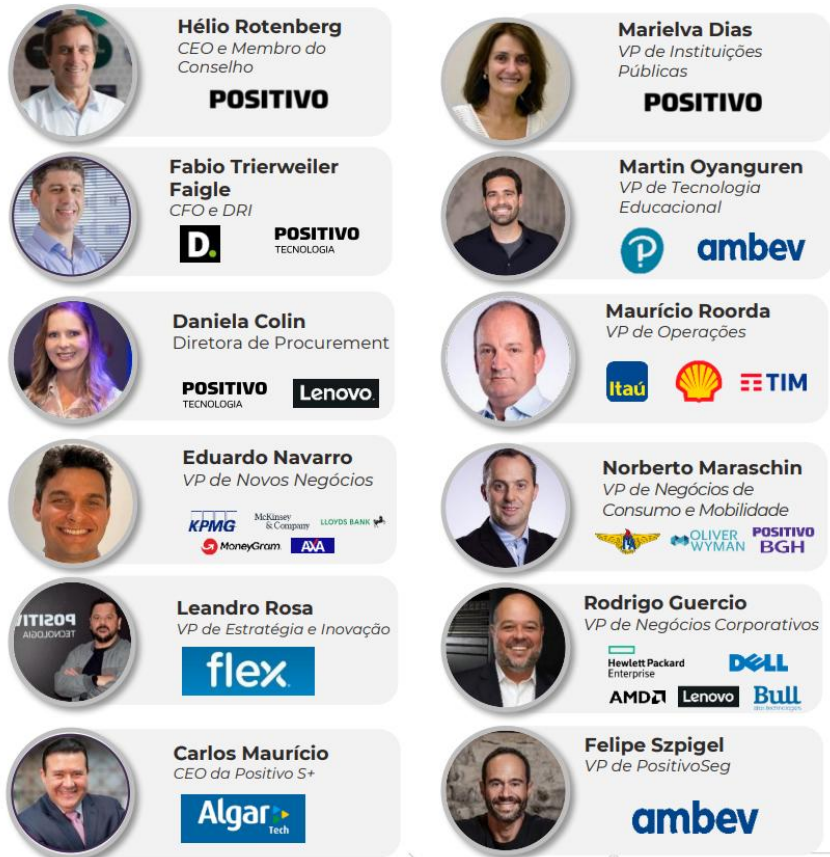
Hélio Bruck Rotenberg formou-se em Engenharia Civil pela Universidade Federal do Paraná em 1983 e obteve mestrado em Informática pela PUC-Rio em 1987. Sua trajetória no Grupo Positivo começou em 1988, quando assumiu a direção do curso de Informática nas Faculdades Positivo, hoje Universidade Positivo. Em 1989, liderou a criação da Positivo Tecnologia, idealizando uma empresa para fabricar computadores, com foco inicial em educação. Desde então, conduziu a Companhia por fases de crescimento, transformações estratégicas e adaptações a mudanças de mercado. Encontramos no Hélio três atributos que valorizamos nos líderes das companhias investidas pela SFA: inovação, resiliência e disciplina. A partir de sua trajetória, sobressaem as seguintes características como executivo:

1. visão estratégica de longo prazo e adaptabilidade;
2. inovação e ampliação de portfólio;
3. foco em resultados e eficiência operacional;
4. capacidade de liderar transformação organizacional;
5. resiliência em face de desafios externos;

É impossível falar da Positivo sem falar do Hélio. Ele é o *key man* (figura-chave) da Companhia, transmitindo cultura, senso de urgência e empreendedorismo. Além do Hélio, nos impressionaram a qualidade do time executivo e a diversidade de competências. Durante as pesquisas, tivemos a oportunidade de falar com Norberto Maraschin, responsável pela área de Consumo e um dos idealizadores da vertente de máquinas de pagamento, que foi muito bem-sucedida nos últimos anos. Norberto é um exemplo do empreendedorismo que a Positivo tanto incentiva entre seus executivos. Falamos também com Leandro Rosa, que evidenciou o direcionamento estratégico da empresa e a diversificação do foco para clientes corporativos, além de direcionar a empresa para se beneficiar de IA. Marielva Dias, com 33 anos de experiência na empresa, é um ponto focal da Positivo nas relações com o governo, tendo também amplo conhecimento das operações da

Positivo. Carlos Maurício veio da Algar Tech após a aquisição e é um executivo com grande experiência no mercado corporativo, trazendo muito conhecimento do setor de serviços. Rodrigo Guércio é um veterano do setor, trazendo grande bagagem em negócios corporativos. Falamos também com Silvio Campos, empreendedor por trás da Positivo Server Solutions; ele tem décadas de experiência no mercado em que atua e hoje coordena uma das novas avenidas mais importantes de crescimento da empresa.

No geral, o corpo executivo nos surpreendeu positivamente e, especialmente para uma empresa com o valor de mercado da Positivo, encontramos mão de obra altamente capacitada e motivada, algo que, em geral, é difícil de encontrar no setor de tecnologia no Brasil. Acreditamos que o corpo executivo é essencial na transformação pela qual a Positivo está passando.



### Conselho de Administração com ~45% de Membros Independentes

#### Conselheiros Independentes:



Fonte: empresa

Além de um bom time, é essencial que a remuneração dos executivos esteja alinhada aos interesses dos acionistas e nos impressionou ver um programa de incentivos bem alinhado com a geração de valor da empresa. No novo programa de incentivos, implementado em 2018, todas as metas de resultado e alocações de capital são direcionadas para gerar retorno sobre o capital acima do custo de capital; essa é a base da remuneração variável dos executivos. Ou seja, uma das metas de incentivo dos executivos diretamente ligados a própria geração de valor. É uma das poucas empresas brasileiras que adotam o retorno sobre o capital como principal medida no programa de incentivos dos executivos.

## A Positivo e Seus Diferenciais

Gostamos de empresas que tenham *moats* duradouros. O *moat*, entendido como forte vantagem competitiva, aumenta a chance de um efeito *compounding* pelo retorno superior por um tempo prolongado e reduz o risco de destruição de capital. Olhando para a Positivo, inicialmente acreditávamos que a companhia não possuía *moats*, mas nos chamou a atenção, conforme nos aprofundávamos na análise, a resiliência da empresa em um setor difícil, que é intensivo em capital de giro, sujeito a ciclos rápidos de produto e a volatilidade da macroeconomia brasileira. Nesse contexto, a Positivo apresentou muita resiliência e adaptabilidade, embora não tenha gerado valor. Portanto, continuamos tentando entender o que a Positivo poderia ter de diferente, algo que explicasse sua luta para se consolidar como única “*local king*” ao lado de gigantes internacionais como Dell, Lenovo e HP.

Como temos uma tese baseada em novas avenidas de crescimento no segmento corporativo, iremos dividir a análise entre as forças distintas que a Companhia tem para o segmento de varejo e corporativo. No segmento de varejo não encontramos na Positivo os mesmos *moats* de gigantes internacionais que possuem um retorno superior duradouro como a Apple e Samsung, que têm vantagens de marca e custo de troca através de todo um ecossistema construído em torno dos produtos destas empresas. Como o *hardware* é *commodity*, encontramos na Positivo uma vantagem de custo com uma escala que a torna resiliente em um mercado bastante competitivo, compatível com o seu posicionamento no mercado varejista. A Positivo possui expertise única na fabricação e venda de hardware, sendo a terceira maior fabricante de equipamentos de

informática do Brasil e a única nacional entre as cinco maiores. Possui escala que lhe permite trabalhar com as empresas líderes do setor, domínio do ecossistema de fornecimento global, sólida capacidade de engenharia em hardware e software, grande capacidade fabril e capilaridade com presença em todo o território nacional: mais de 12.000 pontos de venda, mais de 4.000 fornecedores, mais de 6.000 profissionais de suporte; e seis unidades fabris em Manaus, Ilhéus e Curitiba.

Identificamos uma vantagem competitiva que a torna irreplicável, ligada à sua capacidade de fabricação e distribuição, barreira de entrada que exige tempo, investimento, certificações e domínio de supply chain. Além disso, a empresa pertence a um seleto grupo de marcas que entram na fase de pesquisa e consideração, o que significa que poucas são sequer contempladas. É necessário muita escala e tempo para entrar nessa “*shortlist*”, o que contribui para a força desse *moat*. No Brasil, a presença industrial e o conhecimento do chamado processo produtivo básico agregam incentivos fiscais e exigências de qualidade que novos entrantes não replicam rapidamente. O resultado é o chamado *flywheel effect*: Escala → Alavancagem operacional → Propostas mais competitivas → Mais vendas → Sustentação da escala. Assim, acreditamos que hoje a Positivo reúne características difíceis de se replicar por um novo entrante e compete com fabricantes internacionais já consolidados.

A Positivo Tecnologia possui ativos que a tornam irreplicável no mercado brasileiro, o que resulta em um processo distinto dos concorrentes e gera vantagem de custo para a Positivo. Abaixo, destacam-se algumas das principais vantagens:

#### 1. Forte presença no mercado nacional

A Positivo tem marca consolidada no Brasil, com ampla presença no varejo e forte penetração nos segmentos educacional e corporativo. Seu reconhecimento nacional facilita a aceitação de novos produtos.

#### 2. Estratégia de preços acessíveis

Historicamente, a empresa focou em oferecer produtos com bom custo-benefício, tornando a tecnologia mais acessível para a população brasileira. Essa estratégia permitiu à Positivo atingir um público amplo e atender uma demanda muitas vezes negligenciada por marcas internacionais.

#### 3. Diversificação de portfólio

A Positivo não se limita à fabricação de computadores. Atualmente, seu portfólio inclui:

- Serviços
- Celulares e Tablets
- Máquinas de Pagamento
- Servidores e soluções corporativas
- Equipamentos para automação comercial
- Soluções educacionais, com hardware e software para escolas e universidades
- Participação em projetos especiais como urnas eletrônicas e kits de informática

Essa diversificação reduz a dependência de um único mercado e amplia suas fontes de receita.

#### 4. Capacidade de produção nacional

A Positivo possui infraestrutura fabril no Brasil, com unidades em Manaus, Ilhéus e Curitiba, o que favorece:

- Agilidade na entrega,
- Vantagens fiscais e logísticas,
- Adequação rápida às demandas do mercado local.



## 5. Parcerias estratégicas

A empresa firmou parcerias com marcas internacionais, como VAIO, Infinix, Nutanix e Supermicro para produção e distribuição de produtos no Brasil, o que permitiu entrar em segmentos de maior valor agregado e com tecnologia diferenciada.

## 6. Atuação em licitações e projetos públicos

A Positivo é frequentemente contratada por órgãos governamentais para fornecer equipamentos e serviços de TI, o que garante contratos de grande volume e estabilidade em momentos de instabilidade no mercado consumidor tradicional.

## 7. Inovação e adaptação

A empresa tem investido em inovação, com desenvolvimento de produtos voltados para educação digital, segurança pública e transformação digital de empresas, demonstrando capacidade de adaptação às novas demandas tecnológicas do país.

## 8. Capacidade de entregar produtos customizados

Importante característica da Positivo no segmento corporativo em relação aos seus concorrentes internacionais, possuem flexibilidade para entregar produtos com especificações customizadas, ao contrário de players internacionais que vendem produtos de prateleira.

No caso do segmento corporativo, a Positivo Tecnologia se destaca por sua capacidade de adaptação ao mercado brasileiro, preços competitivos, amplo portfólio de produtos e serviços e forte presença em setores estratégicos como educação e governo. Essas vantagens competitivas permitem à empresa manter relevância em um mercado cada vez mais dinâmico e disputado por grandes marcas globais.

## Novas Avenidas – Servidores: Positivo Server Solutions (PSS)

A transformação da Positivo se baseia em quatro principais avenidas de crescimento que consolidam a nova fase da empresa. Entre essas avenidas, a que chama mais atenção no contexto de IA e da explosão de data centers é a vertical de servidores. A Positivo Server Solutions (PSS) é o braço de soluções de servidores de alto desempenho e de projetos sob medida da Positivo. A entrada da Positivo se deu com a aquisição da antiga Accept, em 2019, o que reforça o esforço deliberado da companhia em pivotar em direção ao mercado corporativo.

A Accept nasceu em 1988, fundada por Silvio Ferraz, e migrou cedo de software para hardware. Em 2008, consolidou a relação com a Supermicro (SMCI), à época pouco estabelecida no Brasil, tornando-se sua representante comercial e técnica local. Após a aquisição, em 2019, a Positivo ainda era muito voltada ao varejo, mas a chegada de executivos com DNA corporativo, como Rodrigo Guércio (VP de Negócios Corporativos), e a evolução do portfólio com S+ mudaram a dinâmica. Vemos espaço para *cross-sell* (venda cruzada) com S+ (serviços gerenciados) e propostas de maior valor agregado, combinando hardware, software, serviços e contratos HaaS.

A tese de crescimento da PSS se apoia em alguns vetores. O primeiro vetor é a chamada repatriação (volta da nuvem) e o uso de nuvem híbrida por custos e soberania de dados. Em conversas com empresas que utilizam serviços de nuvem, identificamos demanda forte, em alguns casos (especialmente em empresas maiores), por manter parte das operações de IA/HPC (*High Performance Computing*) rodando localmente. Os motivos variam, e há relatos de custos de nuvem que se tornam proibitivos dependendo da aplicação e do relacionamento com a fornecedora. Sabemos que a demanda atual por GPUs para IA supera em muito a oferta e, por isso, preços e disponibilidade podem atrasar ou encarecer projetos de IA/HPC. Em nossas estimativas,

o TCO (*total cost of ownership*) de aquisição pode ficar, em média, 30% mais barato do que o uso de nuvem para quem tem alta utilização desses sistemas de IA. Adicionalmente, a PSS é uma das poucas que oferece, além da venda, serviços atrelados (via Positivo S+) e aluguel de máquinas (HaaS), caso o cliente prefira.

Outro vetor é que alguns perfis de clientes, por estratégia, tendem a priorizar a utilização local em detrimento de uma utilização 100% em nuvem. Bancos, em muitos casos, embora não exista exigência legal, preferem manter dados e processamento feitos localmente, no Brasil. O tema da soberania de dados é uma preocupação estratégica para instituições que lidam com informações tão sensíveis quanto as financeiras. Controle e segurança física também são questões. Ter os dados em casa dá ao banco uma sensação maior de controle e segurança. É possível auditar a segurança física do data center e manter equipes dedicadas trabalhando em proximidade com a infraestrutura. Outro exemplo é o de um órgão público de segurança que utiliza servidores próprios para processar evidências de investigações, lidando com dados altamente sensíveis.

Uma alavanca adicional é que IA/HPC deixou de ser nicho. Antes, *high performance computing*, em geral, era mais voltado para centros de pesquisa; agora, a IA tornou-se ferramenta essencial e multifuncional, de modo que projetos com GPU (arquiteturas do tipo HGX/DGX) tornaram-se prioritários, com tickets elevados.

Além desses vetores, com energia abundante, e cada vez mais limpa, o Brasil tem um ativo estratégico para a nova corrida da IA: a capacidade de alimentar data centers em escala com custo e previsibilidade. Vale a reflexão de quem vive essa realidade no *front*: profissionais de grandes nuvens já apontam que um dos desafios, tão grande quanto o de adquirir GPUs, passou a ser garantir fornecimento elétrico suficiente e estável. Se a disputa global por poder computacional está migrando para uma disputa por megawatts, o país ganha vantagem competitiva natural, combinando matriz renovável, expansão de geração e espaço para projetos de alta densidade energética, o que pode destravar ondas relevantes de investimento em IA aqui.

Um forte fundamento na PSS é a visibilidade de demanda pública muito forte. Segundo nossas pesquisas, a discussão do governo em torno de IA tem se intensificado e, inclusive, um dos frutos dessas conversas é o PBIA. O Plano Brasileiro de IA (PBIA) foi lançado em 2024, com coordenação do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação (MCTI), no âmbito do Conselho Nacional de Ciência e Tecnologia (CCT), prevendo investimentos relevantes para que o Brasil tenha um dos cinco supercomputadores mais potentes do mundo. O PBIA visa formar talentos e dar base tecnológica própria ao país, seus interessados vão do Estado ao setor privado e à academia. Para a Positivo, representa uma grande oportunidade, dado o potencial de escala dos investimentos. Em tabela atualizada pelo governo em junho de 2025, os investimentos previstos até 2028 somam R\$ 23 bilhões, dos quais a Positivo pode capturar uma parcela por meio da PSS. Com a publicação do plano, o Brasil estabelece um marco de fomento e de regulação em inteligência artificial, buscando se posicionar como ator relevante no cenário tecnológico global.

**Tabela 2 – Investimentos do PBIA**

	Investimentos 2024-28
Ações de impacto imediato	R\$ 435,04 milhões
Infraestrutura e Desenvolvimento de IA	R\$ 5,79 bilhões
Difusão, Formação e Capacitação em IA	R\$ 1,15 bilhões
IA para Melhoria dos Serviços Públicos	R\$ 1,76 bilhão
IA para Inovação Empresarial	R\$ 13,79 bilhões
Apoio ao Processo Regulatório e de Governança da IA	R\$ 103,25 milhões
<b>Total</b>	<b>R\$ 23,03 bilhões</b>

Fonte: [Plano Brasileiro de Inteligência Artificial 2025 - Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação](#)

Paralelamente ao PBIA, existe o REDATA. O REDATA é o Regime Especial de Tributação para Serviços de Data Center no Brasil, criado pela Medida Provisória nº 1318, assinada pelo presidente Lula em setembro de 2025. Trata-se de um programa do governo federal para atrair empresas de tecnologia, inclusive *big techs*, e estimular a construção de data centers no país. Em termos simples, busca trazer para o Brasil a infraestrutura de armazenamento e processamento de dados que hoje muitas vezes permanece no exterior. Ao oferecer vantagens tributárias, a intenção é que mais data centers sejam construídos em território nacional. O REDATA se volta mais a fomentar a demanda do setor privado, enquanto o PBIA está ligado sobretudo à demanda do setor público, do próprio governo. Os principais mecanismos do incentivo são a suspensão de PIS/Cofins, IPI e do Imposto de Importação sobre bens de TIC (Tecnologia da Informação e Comunicação) destinados ao ativo imobilizado. Entre as particularidades, a suspensão do IPI não se aplica a bens de TIC industrializados na Zona Franca de Manaus (ZFM); ou seja, esses bens já contam com regime próprio, e, caso a Positivo produza lá, preserva as vantagens tributárias da ZFM. Outra particularidade: haverá isenção do Imposto de Importação apenas quando não houver similar nacional. A Positivo trabalha para que seus produtos montados no Brasil, mesmo utilizando componentes e design estrangeiros, sejam reconhecidos como similar nacional, o que daria à Positivo maior chance de ganhar participação de mercado.

"Art. 11-C. Fica suspenso o pagamento dos seguintes tributos incidentes na venda no mercado interno e na importação de componentes eletrônicos e de outros produtos de tecnologias da informação e comunicação, quando destinados ao ativo imobilizado de pessoa jurídica habilitada no REDATA:

- I - Contribuição para o PIS/Pasep e Cofins incidentes sobre a receita;
- II - Contribuição para o PIS/Pasep-Importação e Cofins-Importação;
- III - IPI, incidente na importação ou na saída do estabelecimento industrial ou equiparado; e
- IV - Imposto de Importação – II.

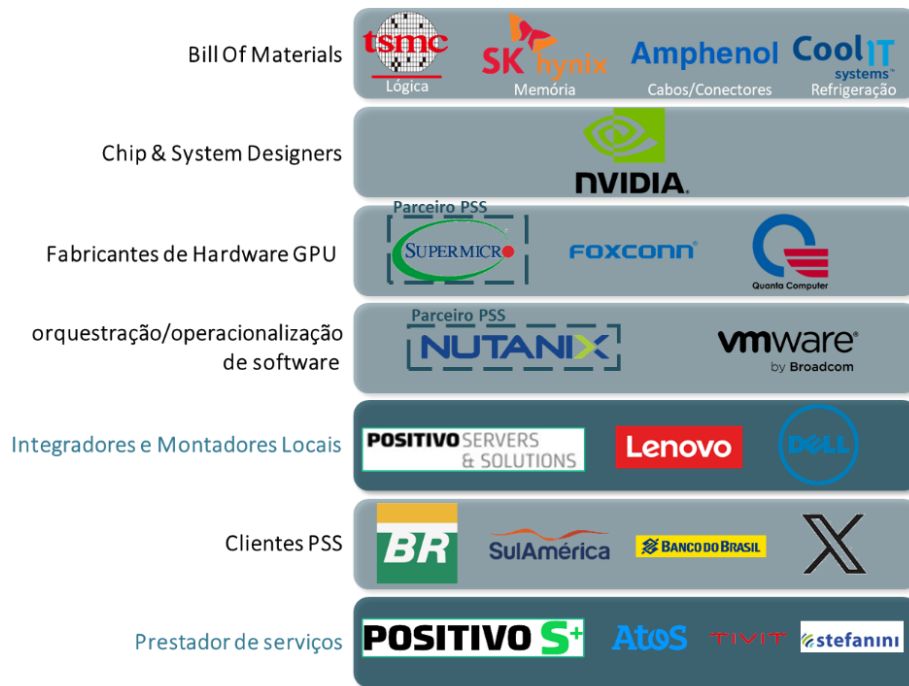
§ 5º A suspensão do IPI prevista no inciso III do *caput* não se aplica a componentes eletrônicos e aos demais produtos de tecnologias da informação e comunicação que tenham industrialização na Zona Franca de Manaus, relacionados em ato do Poder Executivo federal.

§ 6º A suspensão do II somente se aplica a componentes eletrônicos e aos demais produtos de tecnologias da informação e comunicação sem similar nacional e aos que tenham industrialização na Zona Franca de Manaus, desde que relacionados em ato do Poder Executivo federal.

Fonte: Trechos de [CONGRESSO NACIONAL MEDIDA PROVISÓRIA Nº 1318, DE 2025](#)

Como podemos ver, embora ainda iniciais, há forças que devem promover o crescimento do mercado de data centers no Brasil. Isso nos leva a perguntar: quais seriam as forças e diferenciais da Positivo dentro disso tudo? Antes de responder, vale a pena comentar as parcerias estratégicas da PSS com a Nutanix (NTNX) e a Supermicro (SMCI) para distribuir essas marcas no Brasil. Nutanix e Supermicro são empresas estrangeiras amplamente envolvidas na cadeia de valor de IA e computação de alta performance (HPC). Com a Nutanix, a PSS detém exclusividade de fabricação, manutenção e uso da marca no território brasileiro. A Supermicro é líder global em servidores para Inteligência Artificial e computação de alta performance (HPC), é a principal parceira de hardware da NVIDIA e a PSS atua como seu braço industrial e comercial no Brasil, trazendo ao mercado local as mesmas plataformas utilizadas por gigantes como a xAI de Elon Musk. A Nutanix necessita de um parceiro local capaz de fabricar de acordo com especificações técnicas rigorosas, oferecendo o mesmo software homologado globalmente, com produção nacional. De uma forma ou de outra, essas empresas utilizam o conhecimento da PSS no mercado local para operar no Brasil. Em pesquisas de campo, identificamos que a Supermicro prefere centralizar todos os pedidos do Brasil na PSS, para facilitar a logística e ganhar previsibilidade ao contar com um agregador de demanda como a PSS no país. Vale ressaltar que a maior parte da receita da PSS está de alguma forma vinculada à Nutanix ou à Supermicro.

Abaixo, um esquema simplificado da cadeia, mostrando como a Positivo se posiciona e captura esse movimento de IA/HPC no Brasil, utilizando os sistemas DGX/HGX da Nvidia como exemplo.



Clientes positivo: [PSS: Cases de sucesso](#), [Positivo Servers & Solutions](#) e [Nutanix unem-se para armazenamento hiperconvergente](#)

A Nutanix desenvolve soluções de hiperconvergência, transformando três camadas tradicionais de TI, computação, rede e armazenamento, em uma infraestrutura unificada e elástica, gerenciada por software. A tecnologia permite compartilhamento eficiente de recursos e realocação automática em caso de falhas, com conectividade com a nuvem. A empresa é líder no Quadrante Mágico do Gartner e possui NPS acima de 90. O movimento de repatriação de *workloads* da nuvem para ambientes *on-premises*, motivado por custos e soberania de dados, impulsiona a demanda por soluções hiper convergentes. A aquisição da VMware pela Broadcom catalisou vendas da Nutanix, pois, após a aquisição, houve aumentos agressivos de preço pela VMware, em alguns casos acima de 500%.

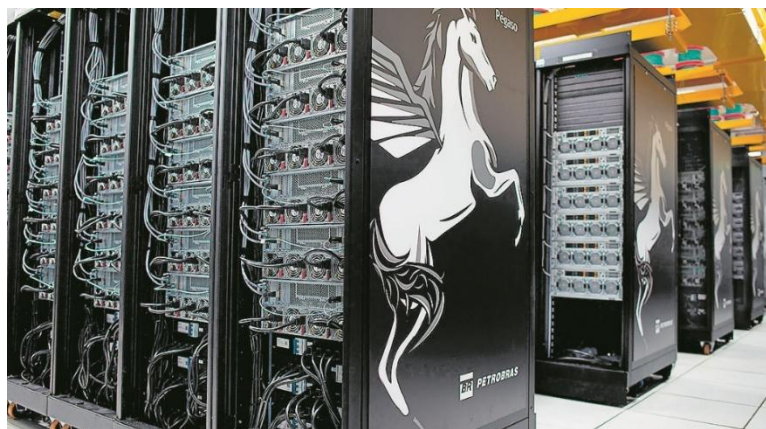


"Hoje prefere indicar PSS do que os concorrentes, pela agilidade e baixa burocracia quando o cliente precisa de algum atendimento".

Figure 1: Magic Quadrant for Distributed Hybrid Infrastructure



Fonte: [Gartner® Magic Quadrant™ for Distributed Hybrid Infrastructure](#)



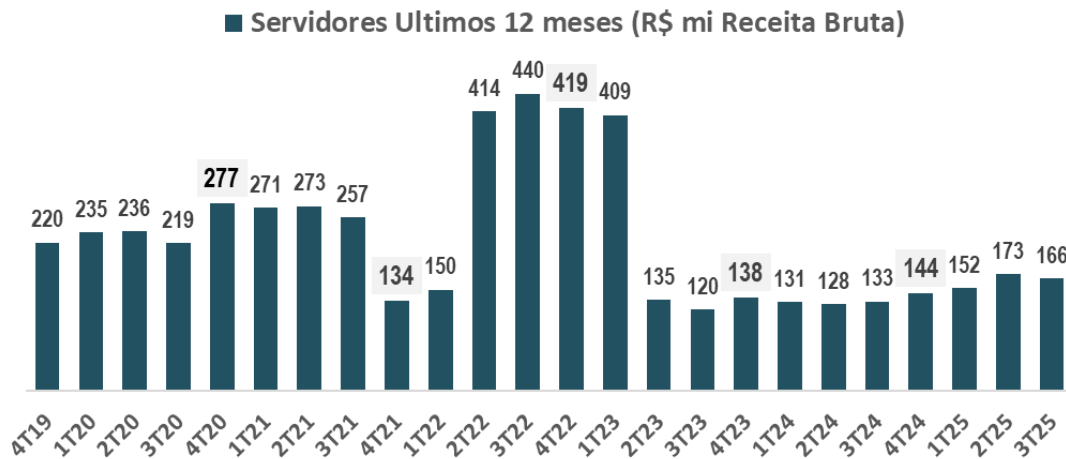
“supercomputador, de 30 toneladas, [...] mesma capacidade de 150 mil laptops ou 6 milhões de celulares. Foram necessários 32 caminhões para levar todas as peças, que alinhadas correspondem à altura de um prédio de 10 andares (35 metros).” Entregue pela PSS.

Fonte: [Petrobras monta o Pégaso, seu maior supercomputador, com capacidade de 150 mil laptops - Estadão](#)

IA/HPC virou tendência do momento e a PSS está bem-posicionada para surfar essa demanda no Brasil. A PSS utiliza o Processo Produtivo Básico (PPB), o que lhe confere maior eficiência tributária. Diferentemente de outros revendedores, a PSS personaliza equipamentos no Brasil, oferecendo garantia local e prazos de entrega diferenciados. É uma operação mais próxima do cliente e menos dependente de decisões globais. A taxa de êxito da PSS é acima de 50% em disputas e RFPs (*request for proposal*) envolvendo GPUs, e uma parcela significativa de sua receita vem do setor público.

Essa linha, que há poucos anos não existia na Positivo, já apresentou uma receita bruta média de R\$ 220 milhões nos últimos 5 anos, e vemos potencial para esse ritmo médio dobrar para R\$ 400 milhões nos próximos anos, com base nos argumentos citados. Estimamos um ROIC de ao menos 20% para a divisão e uma margem de contribuição ao menos 7% superior à do core business.

A PSS é hoje um ativo estratégico dentro da Positivo. Combina parcerias globais vencedoras (Nutanix e SMCI), execução local com PPB, capilaridade e força de vendas no território nacional, oferta financeira via HaaS e capacidade de integração para capturar um mercado endereçável estruturalmente crescente em IA/HPC e repatriação com arquiteturas híbridas. Na nossa visão, esse conjunto sustenta crescimento de receita com retorno atrativo e acelera o reposicionamento da Positivo para soluções corporativas de maior qualidade e previsibilidade.



Fonte: empresa. Assim como em 2022, deve ocorrer nos próximos 12 meses uma nova grande entrega de servidores, de magnitude semelhante. Da última conferência de resultados: "Em servidores começamos a entregar agora, nesse trimestre, o grande servidor, o maior da América Latina, de HPC"

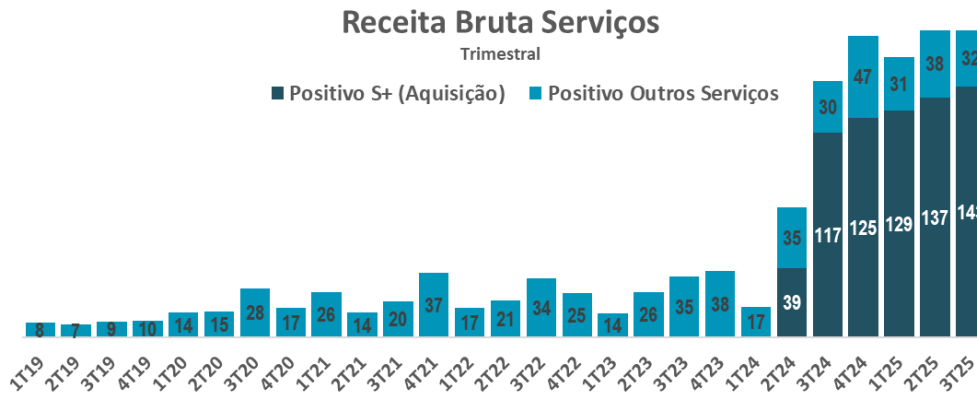
## Novas Avenidas – Serviços: Positivo S+

Uma das novas avenidas é o braço de serviços Positivo S+, no qual a Positivo está presente hoje principalmente por meio da aquisição da Algar Tech em 2024. O grande destaque aqui é a capacidade de fazer *cross-sell* e *upsell* de uma estrutura de serviços muito presente no dia a dia de cada cliente, especialmente no corporativo. Portanto, é mais uma aposta em oferecer o pacote completo de soluções de TI para empresas que precisam desse tipo de oferta de forma contínua. É um passo na direção de se tornar um *one-stop-shop*.

Em um mundo cada vez mais digital e caminhando em direção à IA, cuidar da infraestrutura de TI é essencial para empresas e também para o governo, e é justamente nesse mercado que a S+ atua. Caracterizando rapidamente esse mercado: o Brasil possui um setor de serviços de TI vasto e diversificado, que vai do desenvolvimento de software e da consultoria especializada à gestão de infraestrutura e à terceirização de processos de negócios (BPO). O país conta com um número expressivo de empresas de Tecnologia da Informação e Comunicação (TIC), em sua maioria de pequeno e médio porte, que formam um ecossistema dinâmico e inovador.

A Positivo mapeou essa oportunidade em seu plano estratégico em 2018 e, desde então, vem aprimorando sua oferta de serviços para clientes majoritariamente corporativos, criando tração e se consolidando com a aquisição da Algar Tech em 2024. A operação foi positiva para a companhia, ao trazer um bom corpo executivo e um patamar relevante de receita. Nos últimos 12 meses, a Positivo Serviços entregou R\$ 654 milhões de receita bruta, o que corresponde a 16,3% da receita bruta total da Positivo. Ou seja, aproximadamente um sexto da companhia já é um negócio de serviços, com receita mais recorrente, menor ciclicidade e maior margem e geração de caixa do que a média do negócio legado de PCs. E estamos olhando para o retrovisor; o futuro ainda promete mais. Vale destacar que a Positivo S+ cresceu 18% no 2T25 e que o crescimento de serviços como um todo tem sido acima do mercado, ganhando participação.

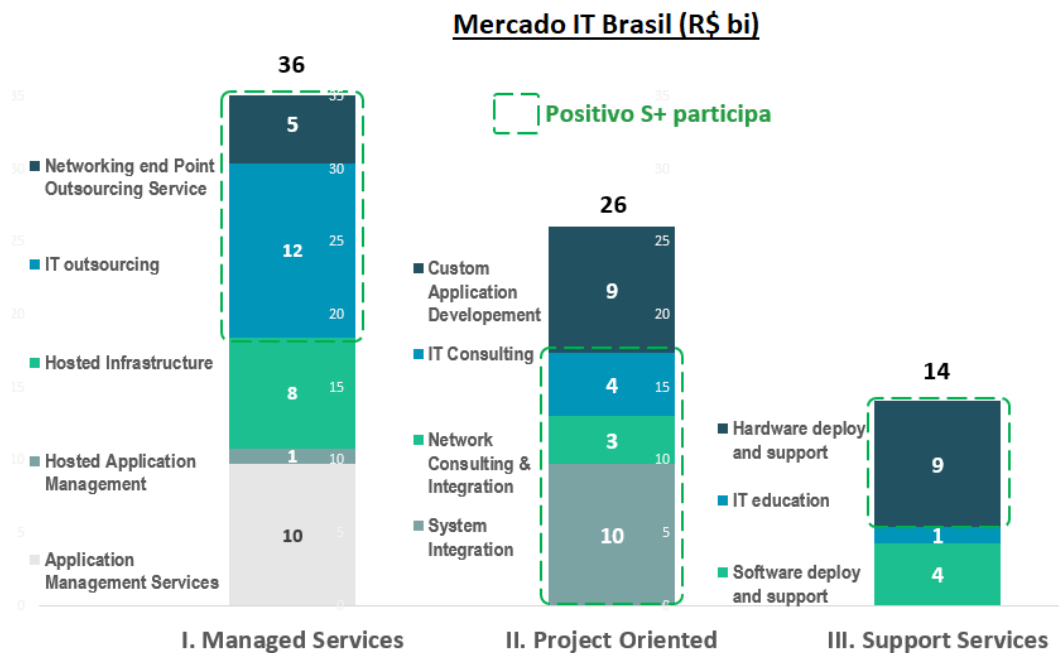




Fonte: Empresa e estimativas SFA.

Quanto aos setores de atuação da Positivo, o mercado de serviços de TI no Brasil é segmentado, conforme ABES/IDC abaixo. A Positivo atua na parte da cadeia de menor complexidade, enquanto empresas como Kyndryl, Tata e CI&T buscam espaço na parte de maior valor agregado (projetos e consultoria digital), o que acaba abrindo um vácuo na faixa onde a Positivo S+ atua. A companhia opera majoritariamente em serviços gerenciados (*managed services*), com boa presença em *outsourcing* de TI.

Como citado, esse mercado é marcado pela forte terceirização. Muitas empresas contratam terceiros para infraestrutura, *help desk*, *cloud management* e processos de negócios, o que cria contratos recorrentes e de longo prazo (com SLAs e margens relativamente estáveis). Além disso, é um negócio típico de serviços, mais intensivo em pessoal (COGS e G&A) e menos intensivo em capital de giro, criando uma diversidade interessante dentro da Positivo. É justamente aí que está uma das grandes sinergias com a companhia: serviços trazem receita mais recorrente, menor intensidade de capital de giro e ainda se beneficiam da base de clientes para cross-sell. Além disso, a proposta para o cliente fica mais completa e interessante, já que muitos preferem ter um fornecedor que consolide três funções em vez de três fornecedores com uma função cada.



Fonte: ABES/IDC

Atualmente, uma grande parte da receita da Positivo S+ vem de *digital workplace* (foco em experiência e produtividade digital) e da gestão da operação de TI do cliente (inclui hardware próprio e cloud). Uma parcela

menor vem de segurança, aplicações e dados. Hoje a receita é majoritariamente do Brasil, mas já há participação relevante em países da América Latina fora do Brasil, e o mercado endereçável nesses países se aproxima do tamanho do mercado brasileiro, o que indica ampla oportunidade à frente.

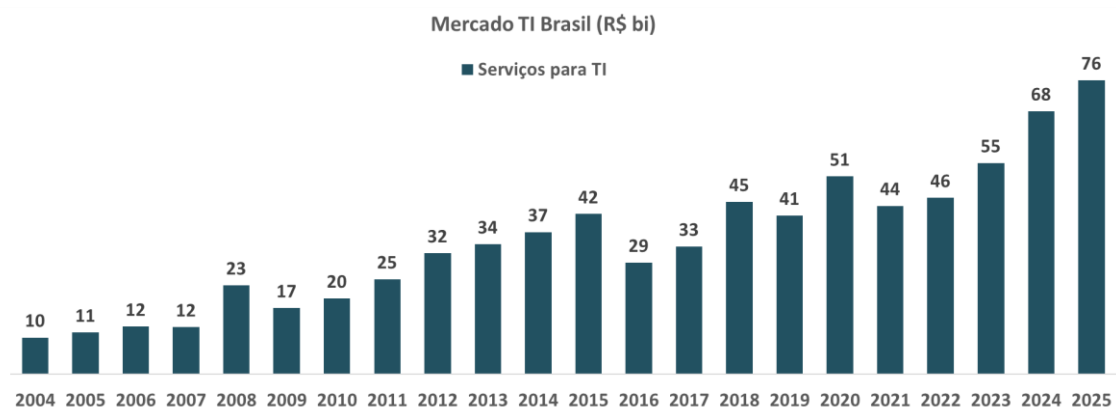
A estratégia central é ser um one-stop-shop focado na produtividade do cliente, indo além do suporte técnico tradicional para garantir o funcionamento do ambiente de trabalho digital como um todo. A sinergia com a fabricação de hardware da Positivo é um pilar fundamental, viabilizando ofertas competitivas como hardware as a service (HaaS).

Em relação aos principais concorrentes (Kyndryl, Stefanini, Tivit, Atos e Capgemini), a S+ desenvolveu uma estratégia de liderança em custos combinada com alta qualidade de serviço. A empresa vence aproximadamente 90% das RFPs quando chega à *shortlist*, competindo principalmente pelo preço total. Isso contrasta com gigantes como a Kyndryl, que detém cerca de 20% do mercado de digital workplace no Brasil, mas vem perdendo contratos importantes (ArcelorMittal, Profarma, Michelin, BRF) para a S+ por não conseguir justificar diferenças de preço. Concorrentes globais como Kyndryl, DXC, Capgemini, Atos e TCS têm estruturas mais pesadas, custos altos e foco em grandes contratos, e sofrem para justificar preço. Players nacionais como a Stefanini têm focado em ganhar mercado em desenvolvimento de software (orientado a projetos) e consultoria digital para capturar margens maiores, enquanto a S+ permanece posicionada no chão de fábrica de infraestrutura e produtividade, com forte integração a hardware próprio e a parceiros como Almaden (digital workplace com apoio de IA) e Cervello (espécie de ERP para TI), criando um ecossistema de digital workplace.

O principal diferencial competitivo da Positivo S+ é o preço. A S+ vence a maioria das disputas contra concorrentes de grande porte, como Kyndryl, Stefanini e Tivit, por oferecer custo total mais baixo. Essa vantagem é sustentada por estrutura administrativa enxuta e capilaridade operacional em cidades de menor custo de mão de obra. Muitas vezes, concorrentes maiores são percebidos como arrogantes ou lentos, subestimando a agilidade da S+.

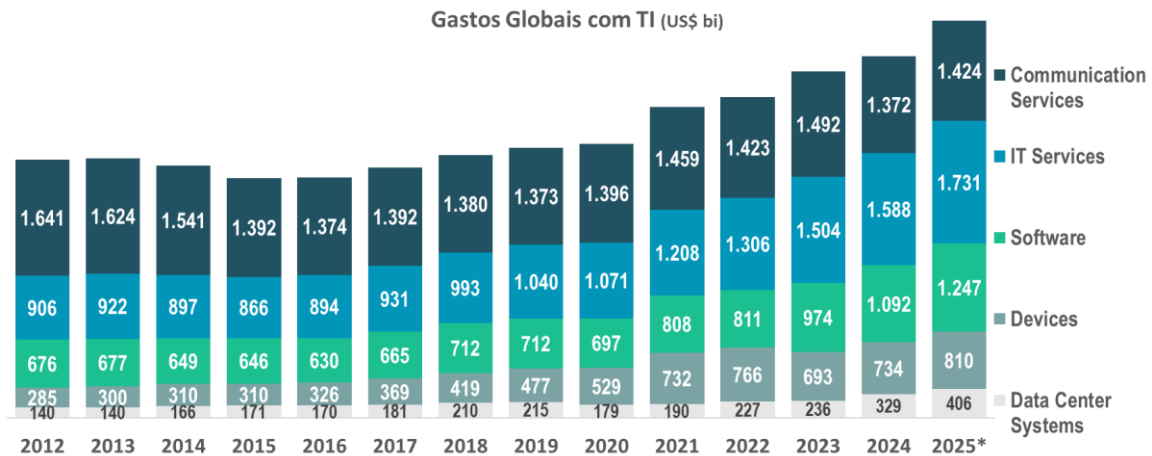
Além do custo, a empresa se destaca pelo relacionamento próximo com os clientes, o que se reflete em NPS (Net Promoter Score) elevado e longa permanência da base, com mais de 60% mantendo contratos há mais de cinco anos. A S+ tem conquistado contas importantes, como a ArcelorMittal, antes atendidas por concorrentes.

O Mercado no qual a Positivo Serviços se insere apresentou um crescimento composto anual de 10 anos (CAGR) de aproximadamente 6%. Houve aceleração nos últimos anos. O aumento dos gastos das empresas com TI ocorre no Brasil e no exterior. Segundo a Gartner, isso reflete um mundo cada vez mais digital, com companhias priorizando suas estratégias digitais. Na SFA, acreditamos que os investimentos em TI tenderão a aumentar como percentual da receita, especialmente no contexto de IA, que já é intensivo em hardware por si só.



Fonte: ABES/IDC

As tendências tecnológicas que moldarão o setor incluem a intensificação do uso de inteligência artificial para automação e personalização de serviços, a consolidação de soluções em nuvem híbrida, o fortalecimento das estratégias de cibersegurança para mitigar riscos crescentes e a utilização de análise de dados para embasar decisões estratégicas de negócio.



Fonte: [IT spending worldwide by segment 2025 | Statista](#)

Nesse contexto, entrevistamos um cliente da Positivo S+ que se declarou muito satisfeito e destacou a existência de uma clara curva de aprendizado: com o tempo, o fornecedor aprofunda o conhecimento da operação do cliente e ganha eficiência. Clientes só trocam quando há motivos mais fortes, como baixa satisfação ou custo mais alto.



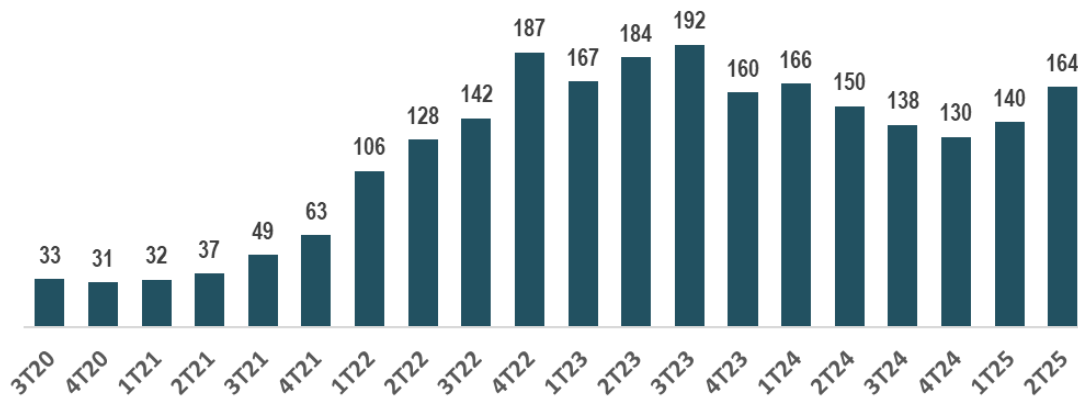
Cliente da S+

"Temos uma relação de longo prazo com a S+, iniciada em 2019, quando precisávamos de flexibilidade para lidar com a pandemia e o trabalho remoto. O serviço evoluiu de um modelo mais simples, baseado em alocação de pessoas, para uma entrega estruturada e orientada a resultados. **Hoje contamos com cerca de 80 profissionais dedicados, atendimento nacional via service desk para todas as unidades, suporte presencial e automação de acessos em sistemas críticos, o que traz escala e eficiência.** O que mais valorizamos é a flexibilidade para absorver demandas imprevistas, como integrações de novas aquisições ou picos de chamados — contratamos cerca de 3.000 tickets/mês, mas chegamos a usar 6.000 sem perder qualidade. A satisfação é monitorada constantemente, e a taxa de insatisfação é de apenas 0,4%. Naturalmente, custo é relevante, mas o que pesa de fato é evitar dor de cabeça: serviço tem que ser bom, confiável e estável. **O contrato atual vai até 2027, e não há motivadores para troca. Pelo contrário: enxergamos sinergias a explorar e até consideramos, no futuro, ampliar a parceria para outras frentes. A percepção é de um parceiro sólido, com execução consistente e capaz de se adaptar às nossas necessidades.**"

## Novas Avenidas – HaaS (*Hardware as a Service*)

Uma nova tendência que a Positivo já está capturando e deve crescer muito nos próximos anos é a locação de máquinas, ou HaaS (*hardware as a service*). Essa vertical surgiu como parte do movimento de pivotar a companhia para serviços no mercado corporativo. Nascida em 2018, com receita estimada de 20 milhões, desde 2023 apresenta ritmo anual de aproximadamente 150 milhões.

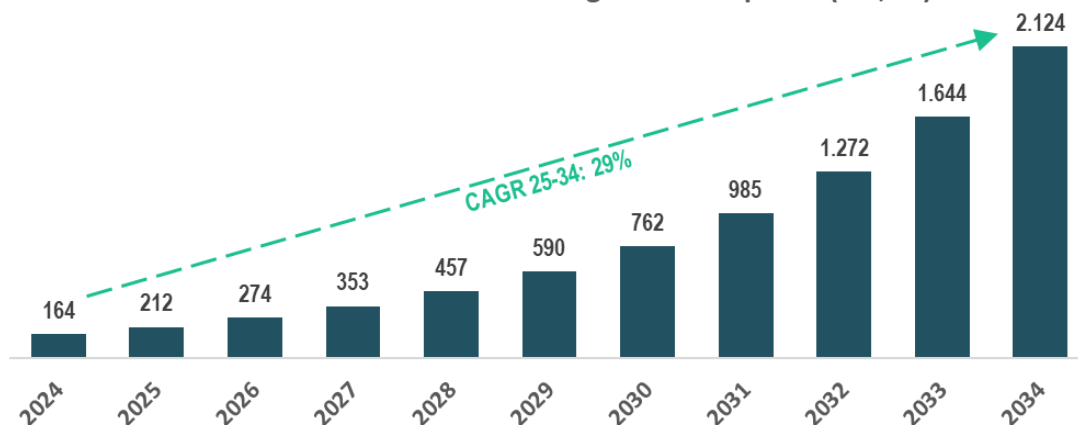
■ Vendas Positivo HaaS Ult. 12 meses (R\$ mi ROB)



Fonte: Empresa e estimativas SFA.

O que chama atenção de imediato é que as consultorias projetam uma taxa composta de crescimento muito alta. O que era um mercado que praticamente não existia há alguns anos está se tornando uma tendência global, com início nos EUA. Segundo a consultoria Precedence Research, os principais motivos são a preferência das empresas por trocar grandes investimentos em aquisição de tecnologia (CAPEX) por despesas operacionais recorrentes (OPEX), em modelo de assinatura (*subscription-based*). Essa mudança é impulsionada pela necessidade de custos de TI mais baixos, previsíveis e escaláveis, que se ajustem facilmente à demanda do negócio. Curiosamente, essa mudança de compra para assinatura ocorreu há cerca de 10 anos em software e agora ganha tração em hardware. Em segundo lugar, as empresas estão em busca de maior segurança e melhor gerenciamento, pois o serviço também oferece cibersegurança aprimorada, atualizações automáticas e monitoramento remoto, o que diminui o risco de vazamento de dados e problemas de compliance. Outro argumento é o acesso rápido a tecnologias modernas sem o alto custo de aquisição, algo que faz ainda mais sentido em um mundo em que o hardware se atualiza cada vez mais rápido, impulsionado por IA.

■ Mercado Global de Aluguel de Máquinas (US\$ bi)



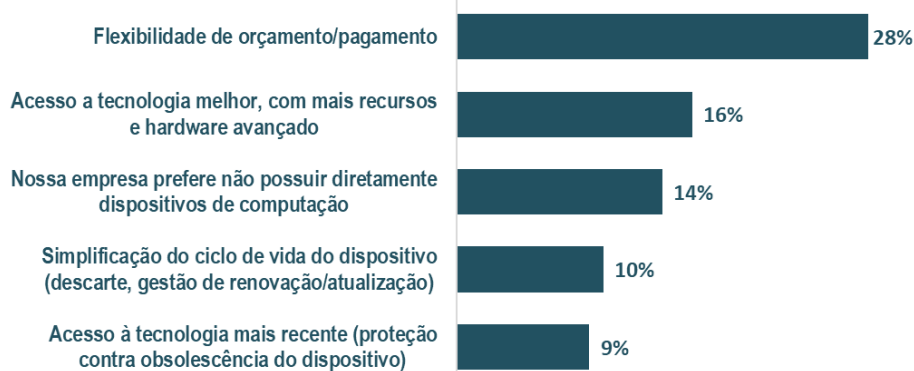
Fonte: [Precedenceresearch – DaaS Market Size to Hit USD 2,123.78 Bn by 2034](#)

Portanto, há um pano de fundo global favorável a HaaS (*hardware as a service*). De acordo com o [Global Interconnection Index \(GXI\) 2024](#), a previsão é de que, até 2026, 80% dos novos investimentos em infraestrutura digital de empresas adotarão um modelo de assinatura.

### Motivos para adoção de HaaS (Usuários Atuais)



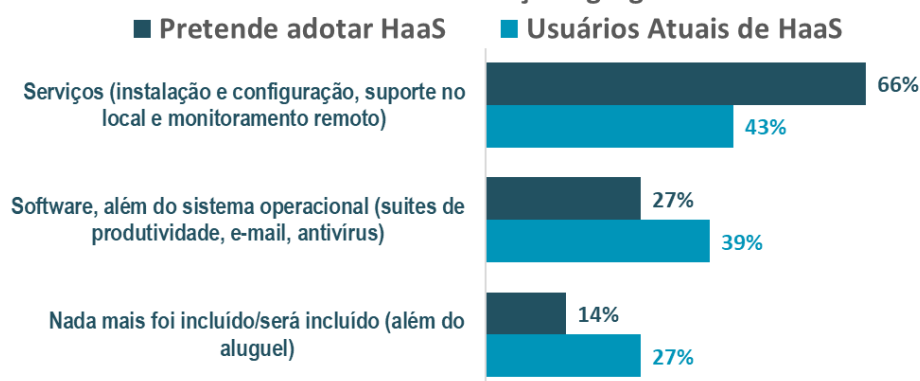
### Motivos para quem pretende adotar HaaS



Fonte: [Device as a Service Statistics and Facts \(2025\)](#)

Outra característica interessante deste mercado é que a venda do serviço de aluguel cria uma relação forte com o cliente e diminui a chance de *churn* (perder algum cliente). Um dos motivos é o fato de a venda de HaaS ser frequentemente realizada com algum serviço agregado. O serviço agregado, além do hardware base, também compõe o valor percebido pelo cliente ao contratar HaaS. Frequentemente há a venda de serviços além do notebook ou desktop em si. A contratação é vista como prática pelas áreas de TI do cliente porque o equipamento já chega com a imagem padrão e softwares base instalados, como, por exemplo, Windows, perfis/permisões de acesso, licenças de softwares predefinidos, antivírus e a instalação e configuração de outros aplicativos. Apesar de parecer trivial, quando falamos de um parque de 1 mil a 10 mil máquinas, realizar esse trabalho sem falhas exige dedicação de horas-homem do time interno de TI. Algo tão simples como o logo do cliente aparecer na inicialização da máquina é desejado, e receber isso pronto de um fornecedor de hardware facilita a vida de quem contrata. O dado abaixo reforça essa visão.

### Uso de Serviços Agregados



Fonte: [Device as a Service Statistics and Facts \(2025\)](#)

Os serviços agregados são o verdadeiro diferencial competitivo do modelo HaaS da Positivo, transformando uma operação básica de aluguel em uma proposta de valor robusta. Além do fornecimento de equipamentos, os clientes utilizam, sobretudo, manutenção completa, gestão de tickets, configuração personalizada de imagens de sistema e suporte técnico especializado com SLA de 24 horas. O atendimento da Positivo é capilar e ágil, e constitui uma de suas vantagens competitivas no geral, sobretudo frente a empresas multinacionais, que têm menor proximidade no atendimento.

A estratégia de serviços permite à Positivo desvincular seus preços dos competidores, criando comparações não lineares. Enquanto, por exemplo, concorrentes oferecem apenas o equipamento por R\$ 100 mensais, a Positivo pode cobrar R\$ 140 incluindo hardware, rede, manutenção e gestão completa de tickets. Esse pacote torna a proposta mais conveniente para o cliente e menos sensível a comparações diretas de preços. Os serviços também fortalecem as barreiras de saída por meio do relacionamento operacional cotidiano. Clientes com quem falamos destacaram que a troca de fornecedor só vale a pena se a diferença de preço for superior a 10% a 15%, dado o custo de mudança. Não chega a ser um *moat* neste caso, mas ajuda a reter a base e sustentar crescimento. O NPS elevado e a renovação automática de contratos decorrem dessa proximidade operacional. Para a Positivo, os serviços agregados trazem margens superiores em relação ao hardware puro e abrem oportunidades de *cross-sell*, como vimos em alguns relatos. A monetização por meio de serviços é especialmente relevante considerando que o custo de produção de notebooks é semelhante entre fabricantes, tornando os serviços a principal alavanca de diferenciação e rentabilidade no médio prazo.



"O grande diferencial da positivo é o atendimento: é rápido e eficiente, executando manutenções em até 24 horas. Tem estoque de peças próximo e mão de obra mais disponível do que no competidor, que demorava até 5 dias para realizar um conserto simples de uma máquina. Além disso a multinacional questionava mais quando havia necessidade de reparo e a positivo oferece um relacionamento mais próximo. Nos laboratórios, os PCs "All-in-One" dão show pela flexibilidade — fáceis de configurar de mover, também custam menos que notebooks e foram muito bem aceitos por alunos e funcionários. A positivo era a única com "All-in-One" nessa faixa de preço no Brasil. A pré-configuração (imagem dos sistemas) veio redonda e exigiu bem menos retrabalho do que eu costumava ter com o concorrente. O fator decisivo foi também a positivo ter tido uma preço mais baixo na RFP.

Outra vantagem do HaaS é que, ao fim do ciclo de vida de 3 a 4 anos das máquinas, a Positivo detém um ativo já depreciado que ainda possui valor de revenda. No encerramento dos contratos, é comum operar por mais um ano com as mesmas máquinas, obtendo margem significativamente superior, já que o bem já foi depreciado. Financeiramente, isso implica que, nas etapas finais, o contrato tende a ser mais rentável para o locador. Estimamos que um terço dos clientes opte por esse ano extra ao fim do ciclo. Adicionalmente, as máquinas, após o uso, podem ser revendidas pela Positivo por um valor residual, o que melhora ainda mais o retorno ao fim do ciclo completo. A Positivo também tem mais eficiência e escala do que o cliente isoladamente para realizar a reabilitação, o chamado *refurbishing*, no fim de ciclo. As vendas de fim de ciclo também contam com desconto de 95% no ICMS, decorrente da redução da base de cálculo na saída de máquinas usadas.

Há ainda forte sinergia no modelo HaaS, pois, diferentemente da concorrência no Brasil, a Positivo é a única do grupo que possui fábrica própria, enquanto as demais atuam no modelo multimarcas. Nesse mesmo sentido, a companhia conta com a proposta robusta de serviços da S+, que os concorrentes não possuem, o que representa oportunidade de *cross-sell* e *lock-in* ainda pouco explorada. O *churn* da Positivo em HaaS é inferior a 1%.

Os concorrentes incluem a Voke, líder com cerca de 40% do mercado, que foca menos em serviços de valor agregado e mais no maquinário em si. A demanda é tão alta que a limitação da Voke em crescimento é a própria alavancagem (capital de giro). Em seguida, está a Arklok, que captou 50 milhões junto à Vinci em



rodada que a avaliou em aproximadamente R\$ 700 milhões em 2023, equivalente a 0,7 vez a receita, usando o mesmo critério contábil de vendas da Positivo. Depois vem a Simpress, focada em máquinas HP. Em quarto lugar está a própria Positivo, com aproximadamente 10% de participação desse mercado, o que é notável, dado que entrou em 2018 e cresceu majoritariamente de forma orgânica.

O aluguel de máquinas com serviços agregados é uma avenida promissora no corporativo da Positivo. Esse modelo apresenta menor *churn* e melhor retorno do que o negócio legado de PCs, especialmente quando consideramos o pacote de serviços, e deve ser um importante vetor de crescimento e geração de valor para a Positivo nos próximos anos.

## Novas Avenidas – Máquinas de Pagamento

Um outro grande acerto da Positivo em seus anos de atuação no segmento corporativo foi o mercado de máquinas de pagamento. A empresa hoje participa desse mercado, que consiste em fornecer hardware para o setor de pagamentos no Brasil, sobretudo para adquirentes e subadquirentes. A Positivo entrou nessa nova avenida por volta de 2018, com o pioneiro projeto LIO, em parceria com a Cielo, um marco de inovação para a companhia. Foi a semente do que seriam anos de sucesso e expansão no setor de pagamentos. A LIO por anos simbolizou a maquininha inteligente da Cielo: um smart POS baseado em Android, com loja de apps (Cielo Store) e recursos de gestão além do pagamento, como cadastro de produtos, leitura de código de barras e fechamento de caixa. As primeiras versões foram lançadas como plataforma aberta para que desenvolvedores criassem aplicativos embarcados. A Positivo entrou nesse projeto como fabricante e parceira de hardware e software. Com o tempo, a família evoluiu mantendo a proposta de tudo em uma máquina para frente de loja e PDV móvel. Curiosamente, alguns modelos de maquininhas compartilhavam semelhanças com celulares, tanto na cadeia de suprimentos de hardware quanto no software (Android), um mercado no qual a Positivo já atuava e tinha know-how.

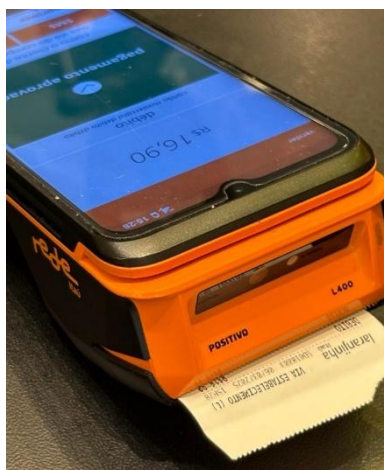


A Positivo foi, portanto, pioneira no movimento de smart POS e, desde então, vem enriquecendo sua linha de produtos e conquistando contratos com a maior parte dos clientes brasileiros. O subgrupo de smart POS, em que a Positivo é uma das líderes de inovação, cresce mais do que o mercado total de maquininhas e, segundo a companhia, em 2024 o mercado brasileiro de maquininhas de pagamento movimentou cerca de 5 milhões de unidades, um avanço de 10% em relação a 2023. Desse total, aproximadamente 2,7 milhões serão smart POS, segmento que cresce 35% ao ano e já representa cerca de 54% das vendas. O volume restante, perto de 2,3 milhões de aparelhos, fica com os terminais tradicionais.



Showroom de Positivo, em Curitiba, mostra ampla gama de Smart POS

Seus clientes são grandes, com perfil B2B e boa capacidade de pagamento. Em ordem aproximada, estimamos que os maiores compradores de maquininhas no Brasil sejam: Stone, Cielo, PagBank/PagSeguro, Itaú, Mercado Pago, Getnet e Vero. Segundo a própria companhia, ela tem presença em 6 das 8 maiores adquirentes e as 3 maiores operam com 100% de smart POS da Positivo. Visitamos a Autocom, feira de meios de pagamento, e saímos com a percepção de que a Positivo é um dos líderes brasileiros e veio para ficar. Os concorrentes incluem Gertec e Transire entre as brasileiras, e Verifone e Ingenico entre as internacionais. A percepção é que as brasileiras têm foco no país e, por isso, conseguem se aproximar mais do cliente e oferecer soluções mais adequadas e tropicalizadas.



Maquininha Itaú/Positivo. Itaú é um dos maiores compradores e também referência em termos de estado da arte da tecnologia de pagamentos no Brasil. O carimbo deles como cliente de Smart POS tem um grande peso para a Positivo.

Uma característica interessante do setor de pagamentos é que os custos e a moeda dos contratos com clientes são precificados em dólar, por prática da indústria. Ou seja, contratos firmados com clientes no Brasil são negociados em dólar, o que reduz o risco de exposição dessa linha à volatilidade cambial.

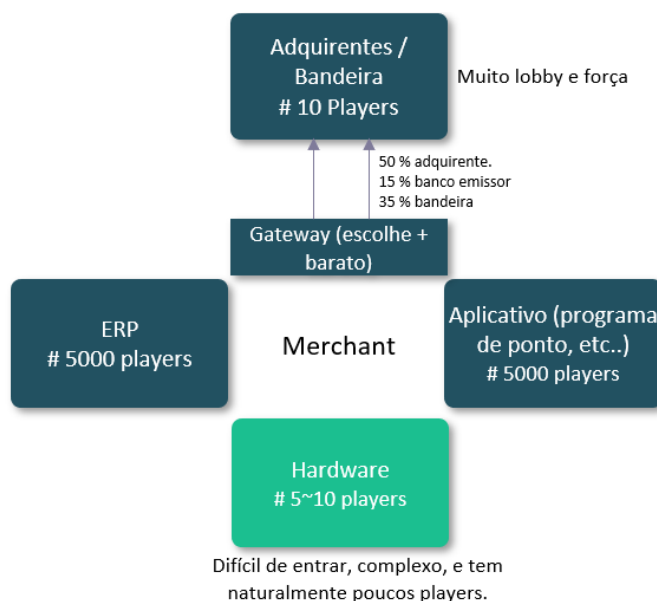
Muito já se disse que as maquininhas iriam sumir com a digitalização, mas, no Brasil, onde ainda ocorrem muitos golpes, o público segue preferindo as tradicionais máquinas de pagamento e o mercado cresceu de forma significativa nos últimos 10 anos. Para o futuro, o hardware de meios de pagamento migra

de maquininhas isoladas para frentes de loja modulares e inteligentes. Totens e PDVs tornam-se plataformas completas (Android/Linux), com periféricos *plug-and-play* como scanner 2D, impressora, balança, RFID e câmeras, além de recursos de inteligência na borda para fila, prevenção de perdas e conferência de itens. Tudo nasce PIX-nativo e compatível com EMV/NFC, com *tap to pay*, QR dinâmico e modo offline resiliente; segurança em P2PE/PCI, tokenização e biometria. A conectividade padrão passa a ser Wi-Fi 6/7 e 4G/5G com eSIM, com gestão remota em escala (MDM, telemetria, atualizações OTA). O modelo de negócio migra de CAPEX por terminal para HaaS/DaaS com SLA de *uptime*, troca avançada e serviços recorrentes, como integração TEF/ERP, monitoramento, relatórios, anúncios em totens e manutenção preventiva. O diferencial competitivo passa a ser ecossistema e tempo de integração, com SDKs (*software development kit*) e APIs abertas, e não apenas preço de hardware. Haverá consolidação de fornecedores, ênfase em robustez e reparabilidade modular com peças substituíveis, eficiência energética e design antivandalismo para uso 24 por 7. O ponto de venda evolui para loja autônoma em kits, com autosserviço, micromercados e checkouts híbridos, ciclo de vida de 4 a 6 anos e receita ancorada em software, dados e serviços. O hardware torna-se o cavalo de Troia.



Projeto Tupi, da positivo. Um pouco do que se espera para a evolução frente de caixa, totens, biometria e integração com ERPs. Além é claro, de pagamentos.

Apesar de não parecer ciência de foguetes, construir máquinas de pagamento é algo profundamente tecnológico. A Positivo possui uma coleção de atributos que a possibilitou entrar nesse mercado: fábricas no Brasil que usufruem do PPB (processo produtivo básico) e outros incentivos; volume suficiente nessas fábricas para diluir custos; nome estabelecido há 30 anos no mercado de Hardware brasileiro, o que transmite credibilidade que um recém-chegado teria mais dificuldade em alcançar; entendimento profundo do mercado brasileiro, incluindo pesquisas com sociólogos para captar nuances e demandas locais; conexões globais de supply chain, notadamente na Ásia (China e Taiwan), onde a Positivo tem escritórios; equipe dedicada, altamente especializada e motivada; disposição para fomentar projetos de alta complexidade em Hardware; e, por último, uma grande vontade de fazer tudo isso acontecer, com proximidade ao cliente e com customização e tropicalização irrestritas que outras multinacionais simplesmente não ofereceriam. Este é apenas um dos exemplos em que enxergamos uma vantagem competitiva de processo diferenciado na Positivo. No ecossistema, o Hardware, frequentemente “escanteado”, enfrenta visivelmente menos concorrência do que setores como ERP e aplicativos. Há uma barreira natural para produzir Hardware em grande escala.

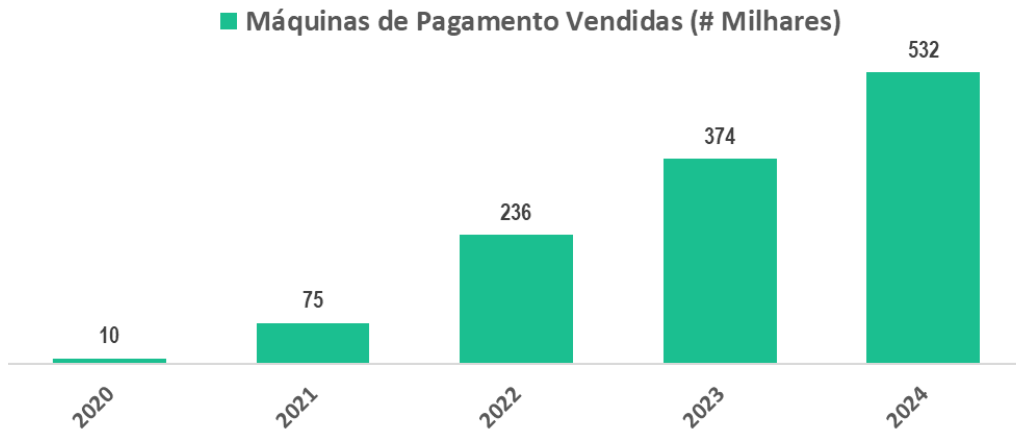


Esquema ilustrativo da cadeia e onde Positivo Soluções em Pagamentos atua. É um setor com altas barreiras de entradas e naturalmente com poucos players.

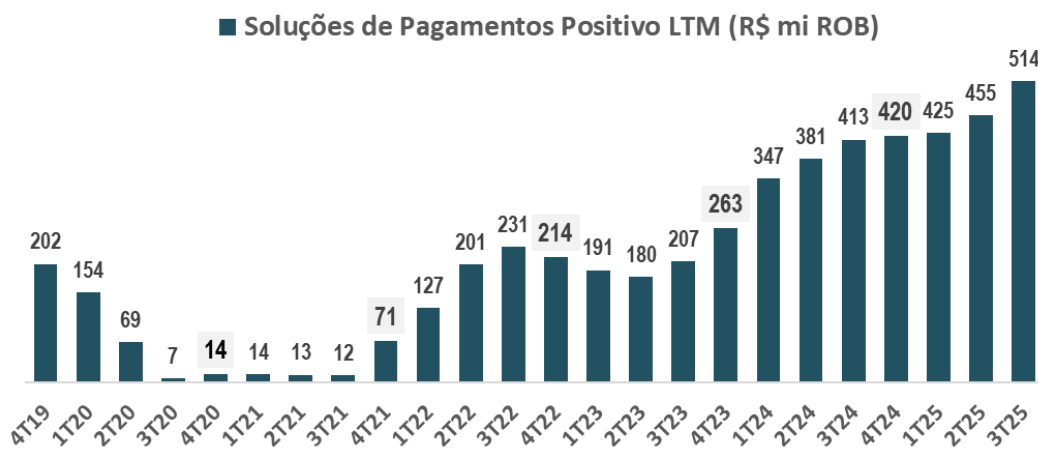
Construir uma maquininha de pagamentos é muito mais complexo do que colocar um celular com Android dentro de um “form factor”, e a Positivo tem muitos méritos por ter conseguido fazê-lo. O caminho começa pelas certificações: para operar com cartões, o equipamento e o software passam por uma longa esteira de validações antes de lançar o produto. Para ilustrar, há a EMVCo e a especificação EMV (Europay, Mastercard and Visa), que certificam a segurança e o bom funcionamento do produto. Essa certificação, sozinha, pode superar centenas de milhares de dólares por produto, envolvendo taxas, laboratórios, testes e equipamentos. Outra certificação é a PCI, que define requisitos e boas práticas de segurança, também podendo superar centenas de milhares de dólares por produto. A ABECS (Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços) estabelece requisitos que garantem segurança, interoperabilidade e conformidade no território nacional. Só essa jornada de certificações pode levar cerca de um ano e envolver dezenas de testes por produto, com custos unitários relevantes por certificação.

No software, o terminal precisa falar o “idioma” da rede: ISO 8583, mensagens criptografadas e lógica de segurança robusta. Isso demanda programação de baixo nível e um SDK (*software development kit*) bem afinado para acelerar o *time to market*. Muitas soluções modernas rodam Android, mas não é “Android de prateleira”: há uma camada de abstração que conversa com os módulos de segurança e com o próprio kernel, garantindo desempenho e conformidade com as exigências. A operação de maquininhas também é extensa: a máquina tem vida útil de 5 anos, com manutenção em campo e atualização contínua de firmware. Há casos de exportação de componentes de software para clientes fora do Brasil (por exemplo, Costa Rica e bancos na Argentina), o que eleva a régua de interoperabilidade. Funcionalidades em uso e em expansão incluem NFC em massa (mais da metade das transações presenciais já usam aproximação), integração com MIFARE e projetos de quiosques sem maquininha acoplada (NFC direto no totem). Tudo isso exige times grandes de software dedicados apenas a pagamentos. Hoje estimamos que o time de software dedicado a pagamentos na Positivo empregue algumas dezenas de profissionais, possivelmente chegando a três dígitos.

Mesmo com toda essa complexidade, a escala que a Positivo já atingiu é real, tendo chegado a 500 mil máquinas por ano e com planos de agregar ainda mais software (gateway, gestão de parque e outros), reforçando a recorrência de receita. Tudo isso se refletiu em uma receita que saiu de zero há poucos anos e já alcança R\$ 450 milhões de receita bruta, com potencial, na nossa visão, de chegar a pelo menos R\$ 700 milhões nos próximos anos. Além disso, trata-se de um segmento com menos ciclicidade e margens maiores do que o negócio legado de PCs, com uma base de clientes genuinamente B2B.



Fonte: [Apresentação de resultados](#)



Fonte: [Formulários da empresa](#)

## Fabricação Local e Zona Franca de Manaus

A Zona Franca de Manaus (ZFM) é um modelo de desenvolvimento regional criado pelo governo brasileiro em 1967 e incluída como cláusula na Constituição Federal de 1988, com o objetivo de promover a ocupação econômica da Amazônia e garantir a soberania nacional na região. Trata-se de um polo industrial com incentivos fiscais, com isenções e reduções de impostos para atrair empresas e gerar empregos nessa região, historicamente isolada do restante do país.

Um dos setores mais relevantes na ZFM é o de tecnologia da informação, que abrange a fabricação de produtos de informática, como computadores, notebooks, tablets, impressoras, placas eletrônicas e diversos componentes utilizados pela indústria nacional. Grandes marcas globais e nacionais mantêm fábricas em Manaus e aproveitam incentivos fiscais que viabilizam a produção no país.

Pontos que indicam por que a Zona Franca de Manaus não deve acabar:

1. **Geração de Empregos:** A ZFM emprega diretamente mais de 100 mil pessoas e beneficia centenas de milhares indiretamente, especialmente em áreas como transporte, alimentação, logística e comércio. O setor de informática é responsável por uma parcela significativa desses empregos.
2. **Interiorização do Desenvolvimento:** A Zona Franca leva investimentos e infraestrutura a uma região que, sem os incentivos, teria pouco ou nenhum atrativo econômico. Sua extinção poderia gerar um processo de êxodo populacional, aumento do desemprego e aprofundamento das desigualdades regionais.

3. **Sustentabilidade e Preservação da Amazônia:** Ao promover a industrialização concentrada em uma área urbana já ocupada, a ZFM atua como um instrumento de preservação da floresta. Com empregos e renda, as populações locais têm menos incentivo a recorrer a atividades predatórias, como o desmatamento ilegal.
4. **Soberania Tecnológica e Industrial:** A produção de produtos de informática dentro do Brasil reduz a dependência externa, fortalece a cadeia produtiva nacional e facilita o acesso da população a tecnologias essenciais para educação, saúde, comunicação e trabalho.
5. **Impactos Econômicos Nacionais:** O polo industrial de Manaus representa uma parcela relevante do PIB da região Norte e contribui com bilhões de reais em tributos federais, estaduais e municipais. O fim da ZFM poderia levar ao fechamento de fábricas e à migração dessas empresas para países asiáticos, com impacto negativo em toda a economia brasileira.

A Zona Franca de Manaus não é apenas um polo de produção de eletrônicos e informática, ela é um pilar de desenvolvimento sustentável, social e econômico para a Amazônia e para o Brasil como um todo. Em vez de ser descontinuado, o modelo deve ser modernizado, fortalecido e integrado a políticas de inovação tecnológica e preservação ambiental. Manter a ZFM ativa significa preservar empregos, fomentar o desenvolvimento regional e reforçar a soberania nacional em um momento crítico para o planeta e para a própria Amazônia. Do ponto de vista da nossa tese de investimento, uma questão central é avaliar, caso a ZFM venha a ter fim, quais seriam os impactos para o setor de informática no Brasil e para a Positivo.

A ZFM é uma área de livre comércio com incentivos fiscais, estabelecida pelo Decreto-Lei nº 288/67. A Constituição Federal de 1988, por meio do artigo 40 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias (ADCT), assegura sua manutenção com características de área livre de comércio, exportação e importação, além de incentivos fiscais. Art. 40: “É mantida a Zona Franca de Manaus, com suas características de área livre de comércio, de exportação e importação, e de incentivos fiscais, pelo prazo de vinte e cinco anos, a partir da promulgação da Constituição”. O prazo original estendia-se até 2013, sendo prorrogado por emendas constitucionais, como a nº 42/2003 (mais dez anos) e a nº 83/2014 (mais cinquenta anos), o que levou a vigência dos benefícios até 2073. A Lei nº 14.788/2023 ratificou a prorrogação dos benefícios fiscais da ZFM até 2074, alinhando-se ao prazo divulgado pelo Senado Federal.

Embora conte com proteção constitucional, a ZFM não constitui cláusula pétrea. O artigo 40 do ADCT e normas infraconstitucionais, como o Decreto-Lei nº 288/67, conferem proteção relevante, mas não absoluta: emendas constitucionais podem alterar ou extinguir benefícios. Há discussão jurídica sobre a natureza dessa proteção; parte da doutrina a aproxima de imunidades tributárias, as quais, em tese, podem ser cláusulas pétreas. O Supremo Tribunal Federal, contudo, já indicou que os benefícios da ZFM não são cláusulas pétreas, razão pela qual mudanças via emenda são juridicamente possíveis. Ainda assim, a importância econômica e social da ZFM é amplamente reconhecida, de modo que qualquer alteração teria impactos significativos.

A ZFM articula um conjunto de incentivos envolvendo IPI, PIS, COFINS e Imposto de Importação. Quanto ao IPI, há previsão de isenção na importação de mercadorias do exterior, na venda de mercadorias produzidas na ZFM e na aquisição, por empresas do Polo Industrial de Manaus (PIM), de mercadorias provenientes de outras regiões. Quando empresas da ZFM produzem insumos destinados a processos industriais fora da ZFM, o art. 6º, § 1º, do Decreto-Lei nº 1.435/75 admite o aproveitamento de crédito de IPI pelo adquirente apenas se o insumo for elaborado na ZFM com matérias-primas agrícolas e extrativas vegetais de produção regional. Caso o direito ao crédito não seja reconhecido ao adquirente fora da ZFM, a isenção passa a ter mero efeito de diferimento do imposto, sem reduzir a carga tributária efetiva, o que desestimula esse tipo de atividade.

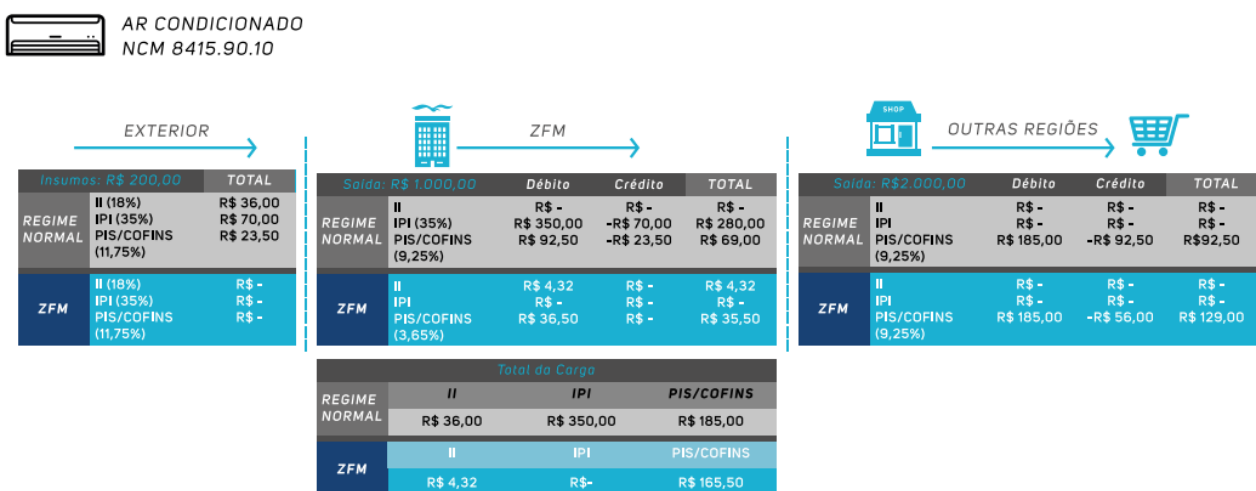


Diferentemente do PIS e da COFINS, que possuem alíquotas uniformes por produto, a carga do IPI decorre da alíquota prevista na TIPI. Se o governo brasileiro pretende diferenciar carga tributária por motivos que não se limitam ao produto em si, recorre a regimes especiais e incentivos específicos. Conforme se verifica no Demonstrativo de Gastos Tributários (DGT), o número e o volume de renúncias são, em geral, mais elevados em PIS e COFINS do que no IPI. Assim, a relevância dos incentivos de IPI no PIM depende de como o IPI incide no restante do território. Para produtos com alíquotas mais altas e sem benefícios equivalentes fora da ZFM, a isenção tende a reduzir mais a carga, aumentar a renúncia e exercer maior poder de atração de investimentos. Quando as alíquotas são baixas, inexistentes ou zero, como em diversos itens químicos e farmacêuticos, a importância do IPI como indutor é reduzida. O mesmo ocorre com produtos abrangidos pela Lei de Informática nº 8.248/91, cujos produtos possuem redução de 80% do IPI.

Neste sentido, o mecanismo de incentivos da ZFM depende da política nacional do IPI para o restante do território brasileiro. Assim, se o Governo Brasileiro pretende incentivar de forma mais significativa determinada indústria para a ZFM, é necessário que eleve as alíquotas de IPI para os bens produzidos por aquela indústria para as demais partes do território brasileiro. Se o Governo Brasileiro pretendesse, por exemplo, incentivar a instalação de indústrias do setor farmacêutico, não poderia manter a alíquota zero desta indústria, como atualmente ocorre.

A mecânica do IPI pode inclusive servir como defesa da indústria nacional. Após a abertura econômica, um aumento generalizado das alíquotas de IPI nos anos 1990 reforçou o efeito indutor da isenção na ZFM. Mais recentemente, o Decreto nº 9.394/2018 reduziu as alíquotas de IPI aplicáveis aos concentrados de refrigerantes em todo o país, diminuindo, por consequência, o crédito aproveitado nas fábricas de envase fora da ZFM e, na prática, enfraquecendo o incentivo para os produtores de concentrados instalados em Manaus. Em termos competitivos, quando a indústria doméstica não consegue enfrentar preços de importados, elevações de IPI fora da ZFM podem tornar a importação mais cara do que produzir na ZFM, deslocando produção para o território nacional. Em contrapartida, se a retirada dos incentivos apenas realocar fábricas para outras regiões do Brasil, o incentivo cumpre sobretudo função regional; se a retirada induzir saída do país, o incentivo cumpre função nacional de defesa e atração de indústria. Sob essa perspectiva, per se, a isenção do IPI pode ser entendida como renúncia fiscal no âmbito da política econômica tributária. Caso se conclua que o IPI, aplicado com alíquotas elevadas como mecanismo de defesa da indústria nacional, afete inclusive bens produzidos na ZFM, pode-se discutir se a isenção deve ser tratada como renúncia fiscal sob a ótica da política econômica, e não apenas sob o enfoque orçamentário. Voltaremos ao tema ao tratar da reforma tributária, que manteve o IPI para ZFM.

**Figura 1A.**



Neste cenário, as empresas estabelecidas nas demais regiões do Brasil arcariam, ao longo da cadeia, com carga de II, IPI e PIS/Cofins de R\$ 571,00, ao passo que as instaladas na Zona Franca de Manaus (ZFM) suportariam apenas R\$ 169,82, redução de cerca de 70% em relação às demais regiões. Essa diferença ajuda a explicar a existência de produção significativa de aparelhos de ar-condicionado na ZFM. Observa-se, ainda, que a isenção do IPI é a mais relevante, pois sua alíquota é a mais elevada entre os 3 tributos, incide sobre a venda do produto acabado e, neste caso, tem carga zerada. Já a desoneração de PIS/Cofins tem impacto marginal, de 1,95% sobre o valor de venda do bem da ZFM para as demais regiões.

**Figura 2A.**

NOTEBOOK  
NCM4471.30.12

\*Redução de 95% da carga do IPI no regime normal

EXTERIOR			ZFM					OUTRAS REGIÕES			
Insumos: R\$ 400,00			Saldo: R\$ 1.500,00					Saldo: R\$ 3.000,00			
	REGIME NORMAL	TOTAL		Débito	Crédito	TOTAL			Débito	Crédito	TOTAL
	II (16%)	R\$ 64,00	REGIME NORMAL	II (15%)	R\$ -	R\$ -	REGIME NORMAL	II (15%)	R\$ -	R\$ -	R\$ -
	IPI (15%)	R\$ -		IPI (15%)	R\$ 11,25	R\$ 11,25		IPI (15%)	R\$ -	R\$ -	R\$ -
	PIS/COFINS (11,75%)	R\$ 47,00		PIS/COFINS (9,25%)	R\$ 138,75	R\$ 47,00		PIS/COFINS (9,25%)	R\$ 277,50	R\$ 138,75	R\$ 138,75
			ZFM	II (18%)	R\$ 7,68	R\$ -	ZFM	II (18%)	R\$ -	R\$ -	R\$ -
				IPI (35%)	R\$ -	R\$ 7,68		IPI (35%)	R\$ -	R\$ -	R\$ -
				PIS/COFINS (11,75%)	R\$ 54,75	R\$ -		PIS/COFINS (11,75%)	R\$ 277,50	R\$ 84,00	R\$ 193,50
Total da Carga											
	REGIME NORMAL	II	IPI	PIS/COFINS							
		R\$ 64,00	R\$ 11,25	R\$ 277,50							
	ZFM	II	IPI	PIS/COFINS							
		R\$ 7,68	R\$ -	R\$ 248,25							

Quando, fora da ZFM, a Lei nº 8.248/1991 concede redução de 95% do IPI para a produção de notebooks, a vantagem relativa da ZFM diminui sensivelmente: restringe-se ao remanescente de 5% do IPI, a 1,95% de PIS/Cofins e a 16% de II incidente sobre os insumos. Nessa hipótese, a carga total na cadeia é de R\$ 352,75 fora da ZFM e de R\$ 255,93 na ZFM, o que equivale a aproximadamente 38% a mais fora da ZFM. Esse cálculo desconsidera incentivos estaduais adicionais que alguns entes federados ainda concedem para atrair indústrias, benefícios que a reforma tributária tende a extinguir ou reduzir de forma relevante.

A Lei da Informática, instituída pela Lei nº 8.248/1991 e alterada pela Lei nº 13.969/2019, é instrumento de política pública voltado a estimular P&D no setor de tecnologia da informação e comunicação, bem como a produção nacional de bens de informática, automação e telecomunicações, com efeitos sobre competitividade e geração de empregos. Até 2019, o principal mecanismo era a redução do IPI sobre produtos habilitados, o que permitiu que empresas do setor se instalassem fora da ZFM, ponderando benefício tributário e custo logístico. A partir de 2020, o incentivo passou a ocorrer por meio de crédito financeiro compensável com tributos federais. No debate da reforma tributária, cogitou-se atribuir ao IPI tratamento semelhante ao de ICMS, ISS e PIS/Cofins, com substituição por Imposto Seletivo. Ao final da tramitação, optou-se por manter o IPI, com nova finalidade de resguardar a competitividade da ZFM, prevendo-se, a partir de 2027, alíquota zero, excetuados os produtos com industrialização incentivada na ZFM, caso em que o benefício local se preserva. De forma complementar, a manutenção do regime da ZFM ocorrerá pela suspensão do IBS Imposto sobre Bens e Serviços e da CBS Contribuição sobre Bens e Serviços na importação de bens pela indústria incentivada, além da redução a zero das alíquotas de IBS e CBS nas operações originadas fora da ZFM que destinem bens industrializados de origem nacional às indústrias ali instaladas. Em síntese, a reforma tributária reforça o regime da Zona Franca de Manaus.

## O Papel Estratégico da Zona Franca de Manaus

Criada pela Lei nº 3.173/1957 e regulamentada pelo Decreto-Lei nº 288/1967, a Zona Franca de Manaus (ZFM) é uma área de livre comércio e incentivos fiscais voltada ao desenvolvimento econômico da

Amazônia. Sua permanência está garantida na Constituição Federal, com benefícios assegurados até 5 de outubro de 2073, por meio do art. 92-A do ADCT. Historicamente, o IPI tem sido um dos principais instrumentos de incentivo à produção na região. As indústrias instaladas na ZFM contam com: isenção do IPI na importação e na produção local; suspensão ou isenção de PIS e Cofins em determinadas operações; e créditos presumidos nas aquisições de produtos da ZFM por empresas localizadas em outras unidades da Federação. A manutenção do IPI, portanto, garante a competitividade da produção local em relação às demais regiões do país, motivo pelo qual se decidiu mantê-lo como instrumento de proteção regional.

A partir de 2027, conforme previsto na LC nº 214/2025, as alíquotas do IPI serão zeradas para a maioria dos produtos industrializados. Contudo, essa regra não se aplicará aos produtos fabricados na ZFM e em suas Áreas de Livre Comércio (ALCs) quando houver produção local relevante. Em outras palavras: se uma empresa fora da ZFM fabrica um produto que também é produzido em escala significativa na Zona Franca, esse produto continuará sujeito à cobrança de IPI, mesmo após a extinção ou redução geral do imposto. Essa manutenção parcial do IPI foi formalizada com base no art. 92-B do ADCT, que determina que as novas leis tributárias, como a CBS e o IBS, preservem o diferencial competitivo da ZFM.

O critério de incidência do IPI será a produção relevante. O [PLP 51/2024](#), em discussão no Congresso, traz critérios objetivos para definir quais produtos continuarão sujeitos ao IPI: a incidência do imposto se aplicará aos produtos cuja fabricação na ZFM represente ao menos dois terços da produção nacional no ano de referência (inicialmente, 2023). Essa lista será avaliada e publicada pelo Poder Executivo a cada cinco anos. Com isso, a manutenção do IPI passará a refletir a origem e a competitividade regional, exigindo que as empresas monitorem periodicamente a lista de produtos abrangidos.

A decisão de manter o IPI traz efeitos práticos e desafios operacionais para empresas de outras regiões, que precisarão avaliar impactos de precificação, compliance e logística.:

#### 1. Tributação assimétrica

Um mesmo produto poderá sofrer ou não a incidência do IPI, dependendo de onde foi produzido. Isso gera um ambiente tributário mais complexo e pode impactar a competitividade das empresas instaladas fora da Amazônia.

#### 2. Monitoramento contínuo da lista de produtos

Como a lista de produtos sujeitos ao IPI será dinâmica, os departamentos fiscais precisarão acompanhar publicações oficiais periodicamente, garantindo que as alíquotas aplicadas estejam corretas.

#### 3. Impactos na formação de preços e estratégias de mercado

Empresas que fabricam itens concorrentes aos produzidos na ZFM deverão considerar o IPI como um custo adicional. Isso pode levar a ajustes em políticas de precificação, margens e estratégias de mercado.

#### 4. Necessidade de adaptação dos sistemas fiscais

Os sistemas de gestão tributária e ERPs precisarão ser capazes de identificar se um item está sujeito à incidência do IPI com base na origem e no NCM, respeitando as regras atualizadas pelo governo.

Principais setores e produtos:

- Eletroeletrônicos: TVs, celulares, equipamentos de áudio e vídeo.
- Informática: Componentes e produtos de informática.
- Duas Rodas: Motocicletas e bicicletas.
- Químico: Produtos químicos e farmacêuticos.
- Termoplásticos: Matéria-prima para diversos setores.

- Metalúrgico: Produtos metálicos e componentes

Temos 4 principais fabricantes de PCs no Brasil: Dell, HP, Lenovo e Positivo, que juntas representam mais de 60% do mercado de computadores do país. Cada fabricante produz localmente como alternativa à importação. Atráídas por incentivos fiscais, as fabricantes mantêm operações no país, embora com arranjos tributários distintos. Em outros países, Dell, HP e Lenovo não possuem operações de manufatura e fabricam seus produtos na China. Em suma, não é obrigatório manter fábricas na Zona Franca de Manaus para produzir computadores no Brasil. Dell, Lenovo e HP operam fora da ZFM.





As operações da Dell no Brasil são complexas. O país é o único do mundo onde a companhia mantém fábrica própria dedicada a atender a demanda interna. A história começou em 1999, com a unidade de Eldorado do Sul. Em 2007, a Dell inaugurou a fábrica de Hortolândia, no interior de São Paulo, que hoje responde por cerca de 90% dos produtos vendidos no país. O restante é importado ou produzido por terceiros. A planta, aberta em fevereiro de 2007, emprega cerca de 1.000 pessoas. Além disso, a empresa conta com escritórios em Barueri e Brasília, enquanto Eldorado do Sul passou a concentrar a administração. Embora não tenha fábricas na ZFM, a Dell depende da Zona Franca de Manaus, pois muitos de seus componentes vêm de lá. A Compal Electronics, parceira global na fabricação de placas-mãe, está na ZFM, assim como a Panasonic, que produz baterias para a Dell, e a Foxconn, que faz montagens para a empresa, incluindo placas de circuito impresso, entre outros fornecedores instalados na região.

No Brasil, por conta dos benefícios tributários, gigantes internacionais precisam operar localmente, e a Lenovo não fugiu à regra. Chegou a tentar comprar a Positivo, sem sucesso, e vale lembrar que boa parte do seu negócio de PCs vem do legado da divisão da IBM que a empresa adquiriu. Em 2012, a Lenovo comprou a CCE por R\$ 300 milhões, herdando sete fábricas na Zona Franca de Manaus e iniciando uma planta em Itu, em São Paulo. Em 2015, decidiu desfazer o negócio e revendeu a CCE para a família Sverner. A Lenovo manteve a fábrica de Itu, enquanto os Sverner retomaram a marca e as unidades de Manaus. Em 2016, a companhia transferiu a produção de Itu para Indaiatuba, alegando ociosidade na antiga planta e buscando melhor infraestrutura e logística. A nova fábrica entrou em operação no segundo semestre de 2016. Assim como a Dell, a Lenovo trabalha com fornecedores instalados na ZFM, como a Foxconn. Parte dos computadores vendidos no país é produzida pela Compal, em uma *joint venture* chamada Lienpal, com 51% da Lenovo e 49% da Compal, para notebooks e desktops. Além disso, a Lenovo é dona da Motorola, que também tem presença relevante no polo industrial de Manaus.

A HP fabrica no Brasil por meio de produção terceirizada. Mantém duas plantas em São Paulo, uma em Sorocaba, dentro do parque industrial da Flextronics, e outra em Jundiaí, onde a Foxconn opera a linha de montagem. Alguns componentes usados pela HP também saem da ZFM. A Foxconn presta serviços de manufatura para diversos fabricantes, como Dell, Lenovo, HP, Asus e Apple, e atua também fora da ZFM. Entre as concorrentes menores, a Samsung opera na Zona Franca de Manaus, enquanto a Acer em geral importa seus produtos.

A Positivo possui 6 fábricas localizadas em Curitiba (PR), Manaus (AM) e Ilhéus (BA).

	Positivo Tecnologia (Curitiba)	Positivo Tecnologia (Manaus)	Positivo Tecnologia (Ilhéus)	Boreo (Manaus)	Positivo Servers & Solutions (Ilhéus)	Positivo Servers & Solutions (Manaus)
<b>Capacidade instalada</b>	Distribuição, Centro de Reparos e Projetos Especiais	2,7 milhões de unidades (PC, Tablet, Smartphone e POS)	2,2 milhões de unidades (PC, Smartphone, Urnas Eletrônicas e Monitores)	8,9 milhões de componentes (PLM, Bateria, módulos de memória)	25 mil Servidores e 60 mil Appliances	50 mil Servidores e 100 mil Appliances
<b>Área total</b>	11.500 m²	23.600 m²	15.000 m²	16.700 m²	1.700 m²	700 m²
<b>Funcionários na produção</b>	180	800	300	600	15	25
<b>Linhas de produção</b>	Linha de Montagem de Projetos Especiais  Centro de Reparo de Serviços  Linha de embalagem para e-commerce	3 linhas PCs 8 linhas Smartphone/ Tablet/POS	2 linhas de PC 5 linhas Smartphone 1 para Projetos Especiais (Urnas/Monitores)	8 linhas SMT para PLM 2 linhas de bateria 1 Linha de módulos de memória 2 Linhas Componentes para Projetos Especiais	1 Linhas Servidores/ Appliances	2 Linhas Servidores/ Appliances

Empresa	Produção	Terceiriza Produção?	Fábrica na ZFM	Componentes na ZFM
	1 Fábrica em Curitiba 3 Fábricas em Manaus 2 em Ilhéus	PCs fabricados no Brasil Segurança é importado	Sim	Sim
	1 Fábrica em Hortolândia	Parte <20%	Não	Sim
	1 Fábrica em Indaiatuba	Parte <20%	Não	Sim
	1 Fábrica em Sorocaba 1 Fábrica em Jundiaí	Produção 100% terceirizada	Não	Sim

#### Cenário

**Fim da ZFM**  
**Manutenção da Lei da Informática**  
**Manutenção do II**

**Manutenção da ZFM**  
**Fim da Lei da Informática**  
**Manutenção do II**

**Fim da ZFM**  
**Fim da Lei da Informática**  
**Manutenção do II**

**Fim da ZFM**  
**Fim da Lei da Informática**  
**Fim do II**

#### Impactos

Na questão de Tributação Positivo e seus concorrentes se equivalem por conta da Lei da Informática. Positivo perde na questão de custo logístico, se não conseguir transferir totalmente sua produção para outras localidades  
 Custo vai aumentar para todos os players devido à dependência de componentes que vem da ZFM, mas não a ponto de inviabilizar fabricação no Brasil

Positivo ganha por ser a única que possui fábrica na ZFM na questão tributária  
 Concorrentes teriam que optar por operar na ZFM se quiserem ter vantagem

Todos os players viram importadores, produzir no Brasil não traz vantagens  
 Preço dos produtos de informática aumentam  
 Terão vantagens competitivas os players com melhor distribuição e pós-venda  
 Aumento do grey market  
 Mercado de venda de produtos de informática formal (no limite) só existirá no corporativo

Todos os players viram importadores, produzir no Brasil não traz vantagens  
 Aumento significativo de concorrência

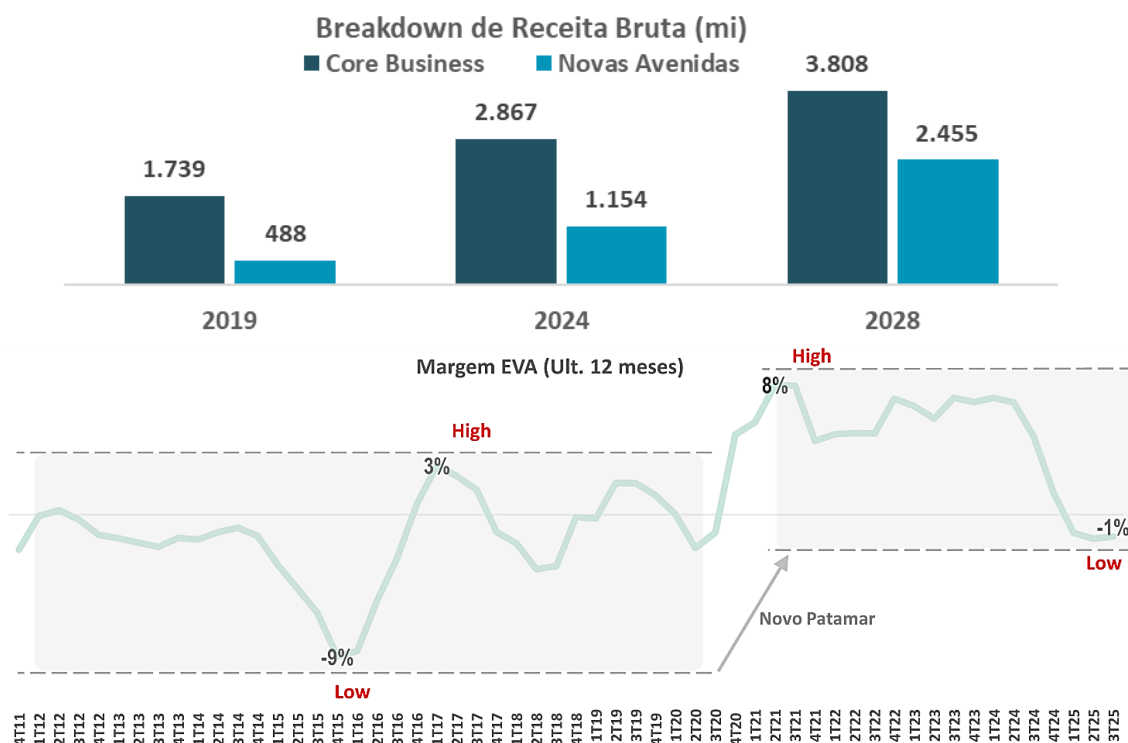
O principal benefício da ZFM é a isenção de IPI, que só se traduz em vantagem se esse imposto não for reduzido em outras regiões do país. Para produtos de informática, a Lei da Informática concede benefício de IPI na forma de crédito financeiro desde 2020 quando a produção ocorre fora da ZFM. Portanto, do ponto de vista tributário, operar na ZFM pode não trazer vantagem relevante. Além disso, a decisão de produzir fora

da ZFM também considera a estrutura de custos logísticos, que pesa de forma relevante. Não por acaso, os principais fabricantes, com exceção da Positivo, não operam na ZFM, estimulados pela Lei da Informática e pela elevada tributação de importação. O regime tributário incentiva a fabricação no Brasil com o objetivo de gerar empregos e desenvolver tecnologia nacional. Nesse contexto, produzir no Brasil é incentivado para players internacionais devido aos elevados impostos de importação. A fabricação no Brasil existe porque é incentivada em diversos setores; do contrário, seríamos apenas importadores.

A vantagem competitiva das empresas não está na fabricação, mas na distribuição, no relacionamento com clientes e no pós-venda. No restante do mundo, com exceção do Brasil, a Dell é importadora de computadores por dominar a cadeia global do setor e por sua forte capacidade de distribuição, relacionamento com clientes, reconhecimento de marca e pós-venda. O mercado global de computadores não tem na manufatura ou na montagem seu eixo central; ele se sustenta na logística internacional, na capilaridade da distribuição, no relacionamento com os clientes e no pós-venda. No Brasil, a manufatura de computadores ocorre principalmente por vantagem tributária e, em geral, se resume à montagem de componentes importados

## Valuation e EVA

A Positivo Tecnologia está sendo negociada a 3,5x EV/EBITDA, um valuation bem atrativo considerando os concorrentes e os preços históricos da Positivo, negociando bem abaixo da média do setor e também a 60% do valor de liquidação da Companhia. Atualmente a Companhia ainda carrega o estigma de fabricantes de computadores para a baixa renda, a SELIC mais alta e a baixa liquidez contribuem para o momento ruim da Positivo no mercado. A Companhia está passando por uma dificuldade conjuntural com o atraso de compras para o poder público, cujo fluxo de compras está voltando neste semestre. Mesmo com o cenário atual, a Companhia está conseguindo crescer no segmento corporativo. Acreditamos que a Positivo irá continuar crescendo no mercado corporativo com maiores margens, e daqui a três anos, dependerá menos dos segmentos varejo e público podendo triplicar o seu lucro recorrente. Com a capacidade de triplicar o seu lucro e os múltiplos se normalizando, vemos um grande potencial de valorização.





Acreditamos que a Positivo Tecnologia atravessa um momento de inflexão estrutural desde 2017, migrando de um negócio legado de PCs de varejo para uma plataforma corporativa de hardware, serviços e soluções. Essa mudança apoia-se em vantagens operacionais difíceis de se replicar no Brasil, combinando escala fabril, domínio de supply chain, capilaridade comercial e parcerias tecnológicas relevantes. As novas avenidas de crescimento em servidores, serviços gerenciados e HaaS aumentam a recorrência, elevam margens e reduzem a ciclicidade que historicamente pressionou resultados. Em um quadro macro mais volátil, mantemos a disciplina do nosso processo, priorizando vantagens competitivas, governança efetiva e preço com margem de segurança. Vemos a “nova Positivo” subavaliada por ainda carregar estigmas do passado, enquanto os vetores que de fato importam para o próximo ciclo já estão em execução.

Desde o *turnaround*, a companhia vem sustentando retorno sobre o capital investido acima do custo médio ponderado de capital em janelas relevantes, algo que não ocorria de forma consistente no passado, quando a exposição a PCs e governo comprimia retornos. O mix em direção a B2B e serviços melhora o giro e a intensidade de capital, a PSS tende a operar com ROIC atrativo e HaaS adiciona recorrência com captura de valor no fim do ciclo de vida dos ativos. O programa de incentivos atrelado ao retorno sobre capital reforça a disciplina alocativa, alinhando execução operacional e criação de valor para o acionista. Na nossa gestão, acompanharemos de perto os *drivers* do EVA: margem operacional por vertical, giro do capital investido, necessidade de capital de giro e custo de capital em reais, buscando expansão simultânea de retorno e contração de risco.

O valuation atual embute pouca expectativa pelos ativos e capacidades construídos, além de refletir pressões conjunturais na demanda pública e no ciclo de PCs. A combinação de normalização gradual do governo, *ramp-up* de servidores e serviços, penetração de HaaS e oportunidades ligadas a data centers e IA doméstica cria assimetria positiva. Catalisadores regulatórios e setoriais, como PBIA e REDATA, podem acelerar a demanda por infraestrutura local, onde a Positivo tem vantagens operacionais e tributárias. Reconhecemos riscos de execução, intensidade competitiva em pagamentos, disponibilidade de componentes críticos e variações de câmbio, que são mitigados por escala, PPB, proximidade com clientes e portfólio mais resiliente. Em um cenário-base, estimamos espaço para crescimento de lucro recorrente e *re-rating* de múltiplos conforme a tese se materializa.

Permanecemos atentos a sinais de desvio que comprometam o EVA de forma sustentada, caso em que reavaliaremos tamanho e permanência da posição. Enquanto a execução confirmar a trajetória de criação de valor, vemos a Positivo bem-posicionada para compor o portfólio como um ativo *compounder* doméstico em tecnologia, comprado a preço ainda de *turnaround*.

Agradecemos a confiança,

**Equipe SFA Investimentos**

#### Gestão

##### **SFA INVESTIMENTOS LTDA**

Rua Gomes de Carvalho, 768 – 8º andar  
Vila Olímpia – CEP: 04547-003  
São Paulo - Brasil  
Tel: +55 11 2780-0690  
ri@sfainvestimentos.com.br

#### Administração

##### **BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM.**

Praia de Botafogo, nº 501, 5º andar (parte), Torre  
Corcovado, Botafogo, CEP  
22250-040  
Tel: +55 0800 772 2827  
www.btgpactual.com

Este material foi preparado pela SFA Investimentos Ltda., e tem caráter meramente informativo e não deve ser considerado como recomendação de investimento ou oferta para a aquisição de cotas de fundos ou outros investimentos, nem deve servir como única base para tomada de decisões de investimento. Leia o regulamento do fundo antes de investir. O fundo gerido utiliza estratégia 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. O fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito –FGC. Rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade ajustada considera o reinvestimento dos dividendos, juros sobre capital próprio ou outros rendimentos advindos de ativos financeiros que integrem a carteira do fundo repassados diretamente ao cotista. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este fundo está sujeito a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo.



**Autorregulação  
ANBIMA**

**Gestão de Recursos**