

| Carta de Gestão

4º Trimestre de 2025

“And then one day you find ten years have got behind you”

Trecho da música Time, do Pink Floyd

Período	Porto SFA (Flagship)	Porto SFA Institucional	Porto SFA Equity Hedge	Ibovespa	CDI
4T25	3,74%	4,41%	0,51%	10,18%	3,59%
Últimos 3 anos	39,79%	42,80%	-	46,16%	43,43%
Últimos 5 anos	26,13%	28,85%	-	36,77%	68,22%
Desde o início	383,14%	393,56%	12,65%	201,14%	222,04%

Introdução

O ano de 2025 foi bom para a bolsa brasileira. Com dólar mais fraco, volta do fluxo estrangeiro, início da queda de juros e o mercado já antecipando a eleição de 2026, o Ibovespa subiu 33,95%. O Porto SFA FIF CIC Ações fechou o ano com alta de 19,56%, o Institucional com 22,13% e o Equity Hedge, nosso multimercado, em 12,50% (87% do CDI). Desde o início, em 2013, Porto SFA FIF CIC acumula 383,21% contra 201,14% do índice.

A 5 maiores contribuições adicionaram 16,1% na cota e responderam por 53,3% dos ganhos. Já os 5 maiores detratores somados contribuíram negativamente com 5,8% sendo responsáveis por 80,1% das perdas. No total tivemos 31 empresas investidas durante 2025, entre posições estruturais e em menor grau oportunísticas, com 19 contribuições positivas e 12 negativas.

Olhando posição a posição, as contribuições positivas somaram mais de 30 pontos percentuais, distribuídas por mais de vinte papéis, com Banco ABC, adicionando 4,8%, seguido de BR Partners 3,3%, Track & Field 2,9% e B3 2,8%. Quatro das 5 maiores contribuições são do setor financeiro, que historicamente é o setor que mais tivemos exposição e mais contribuiu positivamente com os resultados dos fundos.

Já as detratoras custaram, todas juntas, (7,2%), e nenhuma delas, passou de (1,7%). Em outras palavras, ganhamos de forma espalhada e perdemos pouco em alguns nomes. Dos cinco maiores detratores, quatro deles ainda somos investidores. VTEX contribui negativamente com (1,7%), Vittia (1,5%), Positivo (1,2%), Azzas (1%) e Amazon (0,4%).

Nosso fundo historicamente é bem desconectado do Ibovespa. Isso é parte da nossa filosofia e processo de investimentos de acompanhar poucos negócios e ter um fundo mais concentrado. Historicamente nosso active share tem oscilado ao redor de 80% e 90%.

Em treze anos, alternamos anos muito acima e anos abaixo do índice, e foi essa soma que nos manteve no primeiro quartil da indústria desde o início. O processo não mudou em nenhum deles: estudar profundamente poucas empresas, pagar preços razoáveis e dar às teses o tempo que precisam para maturar.

O resultado de 2025 abaixo do índice é explicado por dois fatores: nossa composição relativa em relação ao índice e pela fraca performance de alguns de nossos investimentos. Em relação ao índice, as 10 maiores contribuições de alta responderam por 72% do resultado no ano. Dessas 10 empresas, 5 fizeram parte do nosso fundo em algum momento do ano, porém em tamanho menor que seu peso no índice.

Como mencionamos acima, 4 dos maiores detratores ainda são investimentos nossos. Amazon e VTEX são empresas que tem melhorado seus resultados e gerado valor crescente. Apesar do lucro econômico crescente, as duas empresas têm enfrentado questionamentos. A primeira pelo tamanho do seu capex e a segunda pela discussão sobre a disrupção do setor de software pela inteligência artificial.

Na Amazon entendemos o receio com relação ao tamanho do capex e como ele consome praticamente todo o caixa operacional. Entretanto esse investimento continua sendo rentabilizado e segue gerando lucro econômico. Nos últimos 3 anos, para cada 1 dólar que a empresa investiu em capex ela gerou 14 centavos de lucro econômico.

A inteligência artificial certamente afetará as empresas de software. Porém acreditamos que plataformas centrais, transacionais, altamente integradas aos clientes e com monetização ligada à volume processado tendem a estar mais protegidas. A VTEX se encaixa nesse grupo. Inclusive, hoje, a mesma oferece uma margem de segurança razoável com seu caixa líquido sendo aproximadamente 30% do seu market cap. Além disso, toda geração de caixa adicional que a empresa tem feito ao longo dos trimestres tem sido empregada em recompras.

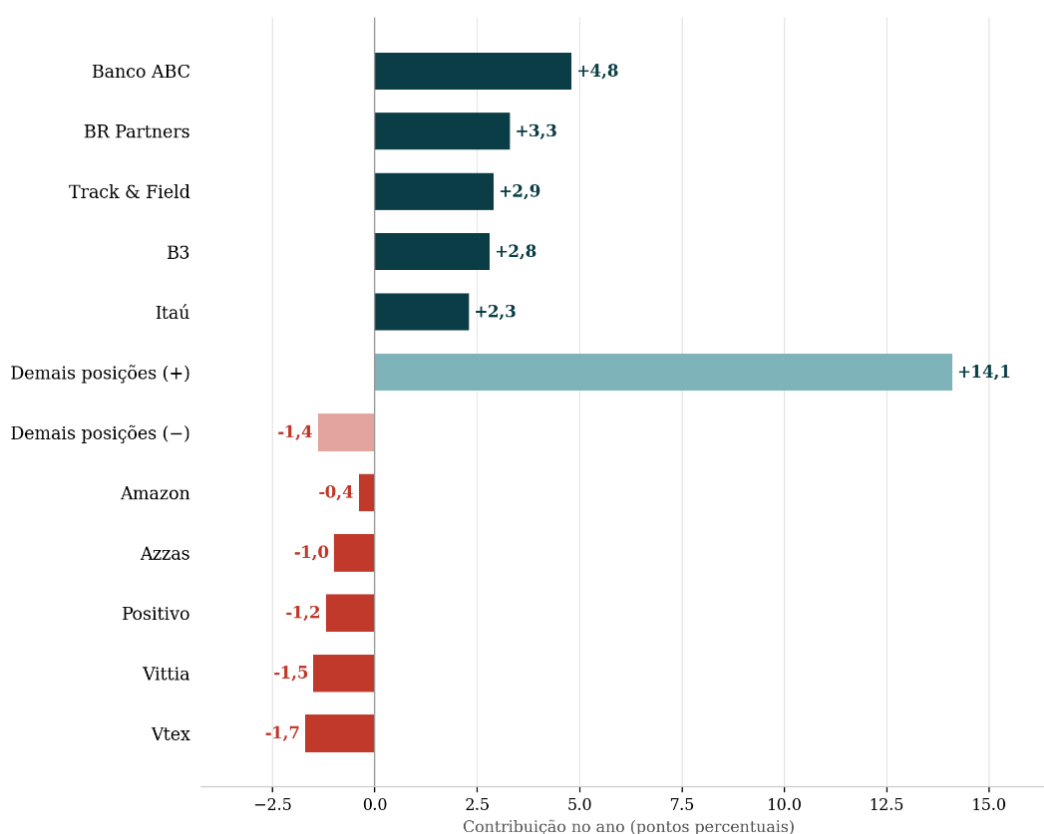
Já Vittia e Positivo, estão vivendo um momento conjuntural mais difícil, com seus resultados comprimidos ciclicamente, mas continuamos investidos pois acreditamos que as duas empresas estão muito subavaliadas e com margens de segurança relevantes.

A Vittia está passando com excelência pela mais duradoura crise do setor agro. Seu resultado caiu nos últimos dois anos dado o ambiente. Entretanto, a empresa continua gerando caixa e está com alavancagem extremamente baixa. Isso vem possibilitando que ela faça recompras e se aproveite dos preços baixos. Durante esse período difícil no setor, seguimos vendo concorrentes diminuírem seus balanços ou apresentarem cada vez mais balanços estressados. Dito isso, a Vittia está bem-preparada para surfar a recuperação do mercado agro quando esta vier. Entendemos que ela é a melhor empresa do seu setor e com o melhor time de executivos.

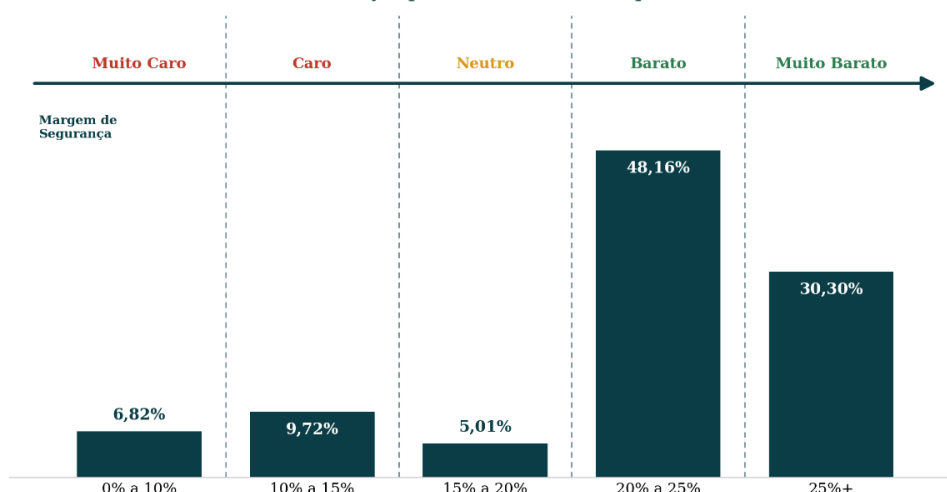
A Positivo viveu uma importante reestruturação em seu negócio, passando a ser uma empresa de infraestrutura e serviços de tecnologia para o mercado B2B. Essa transformação a tornou em uma empresa muito mais resiliente e rentável. Entretanto esses números ainda não apareceram dado que o negócio legado, cíclico por natureza, está em baixa e por hora encobrendo a nova estratégia. À medida que a parte cíclica se recuperar e os novos negócios ganharem maior participação, esperamos ver uma retomada dos resultados e de suas margens.

Apesar da alta em 2025, entendemos que temos hoje um dos cenários com maior margem de segurança historicamente. Nosso portfólio está com uma TIR (taxa interna de retorno) ao redor de 27% e as empresas, nesses preços, estão precificando menos de zero de crescimento futuro.

Atribuição de performance 2025 · Carteira completa



TIR Histórica do Portfólio · Distribuição por faixa de retorno implícito



Uma pergunta que sempre nos fazem é: dado o cenário econômico e político difícil no Brasil, não valeria estar fora da Bolsa nos períodos ruins e voltar nos bons? Resolvemos medir essa pergunta. Pegamos as cotas diárias do fundo desde 2013, colocamos lado a lado com o Ibovespa e o S&P 500 e testamos o que acontece com quem entra e sai. O resultado do estudo dá nome a esta carta: a impaciência tem preço, e ele é alto. Boa leitura!

O Preço da Impaciência: Sobre o Tempo, Timing e Permanência

Para ampliar a base estatística, o estudo a seguir incorpora dados até 30 de junho de 2026. Os dados de performance e a análise da carteira de 2025 permanecem referidos a 31 de dezembro de 2025. A carta foi publicada apenas no início de julho de 2026, apesar de ser referente ao segundo semestre de 2025.

Em 13 anos de dados, o investidor que tentou entrar e sair do mercado, mesmo acertando metade das grandes quedas, terminou com cerca de metade do resultado de quem simplesmente permaneceu investido. Esta carta explica, com os nossos próprios números o ‘porquê!’ E talvez o mais importante para o resultado de cada cotista ou investidor em empresas de capital aberto: ‘quanto custa não estar investido?’

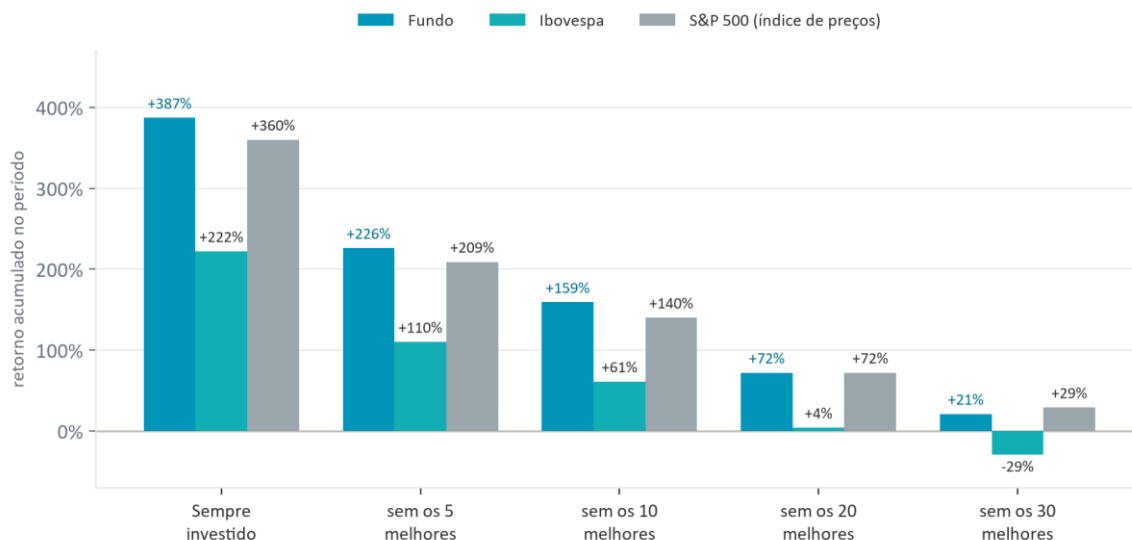
Estudamos as cotas diárias do fundo, o Ibovespa e o S&P 500 no mesmo período (3.285 pregões) e chegamos a quatro conclusões:

- (i) o retorno de longo prazo é extraordinariamente concentrado em pouquíssimos dias;
- (ii) esses dias acontecem, quase sempre, no meio das crises, colados nos piores dias;
- (iii) por isso, estratégias de entra-e-sai tendem a perder exatamente os melhores dias; e
- (iv) no período analisado, o tempo de permanência, não o timing, foi o que separou quem compôs capital de quem não compôs.

O Retorno Concentrado em Pouquíssimos Dias

No período, o fundo acumulou +387%; o Ibovespa, +222% (em reais); e o S&P 500, +360% (índice de preços, em dólares). Registre-se: O S&P 500 é usado aqui como mera referência, não é benchmark do fundo e as séries não são diretamente comparáveis entre si, por diferenças de moeda.

O ponto central é outro: o resultado de cada série não foi construído aos poucos, um pouco por dia. Os 36 melhores pregões do fundo, apenas 1,1% dos 3.285 dias, somam, sozinhos, o equivalente a todo o retorno acumulado do período. Isso não significa que “nada aconteceu” nos demais 98,9% dos pregões: significa que, neles, ganhos e perdas essencialmente se compensaram, e o saldo líquido de 13 anos veio de um punhado de dias. No Ibovespa, bastam 21 dias (0,6%); no S&P 500, 41 dias (1,2%).

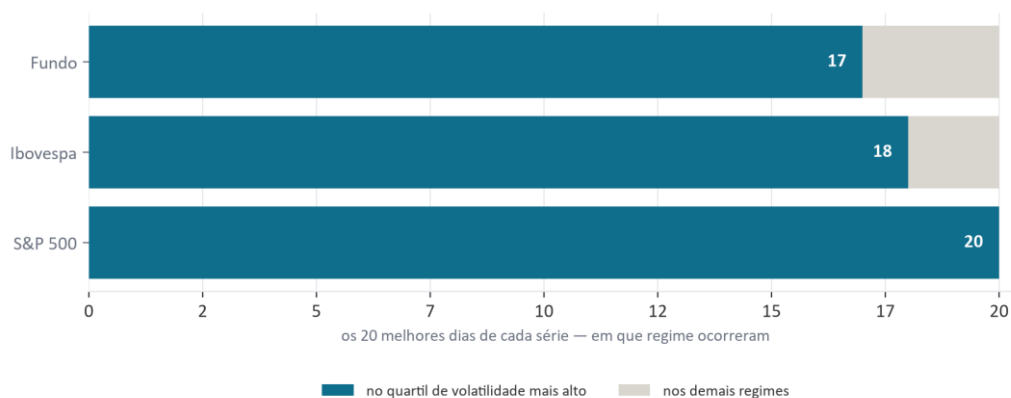


Retorno acumulado de cada série no período (31/05/2013–30/06/2026) excluindo os melhores pregões. Exercício contrafactual, hipotético e meramente ilustrativo — identificar os melhores dias só é possível em retrospecto. Rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros.

Perder apenas os 10 melhores pregões, em 13 anos, reduziria o resultado do fundo de +387% para +159%, menos da metade. No Ibovespa, perder os 30 melhores transformaria 13 anos de bolsa em prejuízo.

Os Melhores Dias se Situam Dentro das Crises

Seria tentador concluir: “então basta estar dentro nos dias bons e fora nos dias ruins”. Em teoria, evitar os piores dias valeria ainda mais do que capturar os melhores. O problema é que, na prática, os dias bons e os dias ruins são vizinhos, moram no mesmo bairro e, muitas vezes, na mesma semana. Sair para escapar de uns significa, quase sempre, renunciar aos outros.

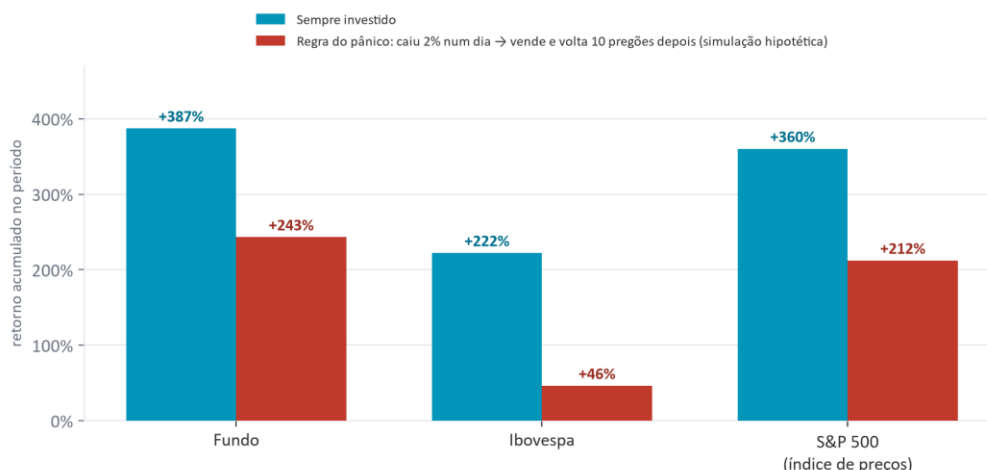


Classificamos cada pregão pelo regime de volatilidade vigente na véspera (desvio-padrão móvel de 21 pregões, dividido em quartis). No S&P 500, os 20 melhores dias ocorreram, todos, no quartil mais volátil; no fundo, em 17 dos 20.

No fundo, 90% dos 20 melhores dias ocorreram com a cota em queda de mais de 5% em relação ao topo, ou seja, no meio do desconforto, exatamente quando o instinto manda sair. Metade deles aconteceu a até dez pregões de um dos 20 piores dias. O ano de 2020 é um bom exemplo: concentrou 12 dos 20 melhores e 10 dos 20 piores dias de toda a história analisada.

O Investidor que Tenta se Proteger Saindo

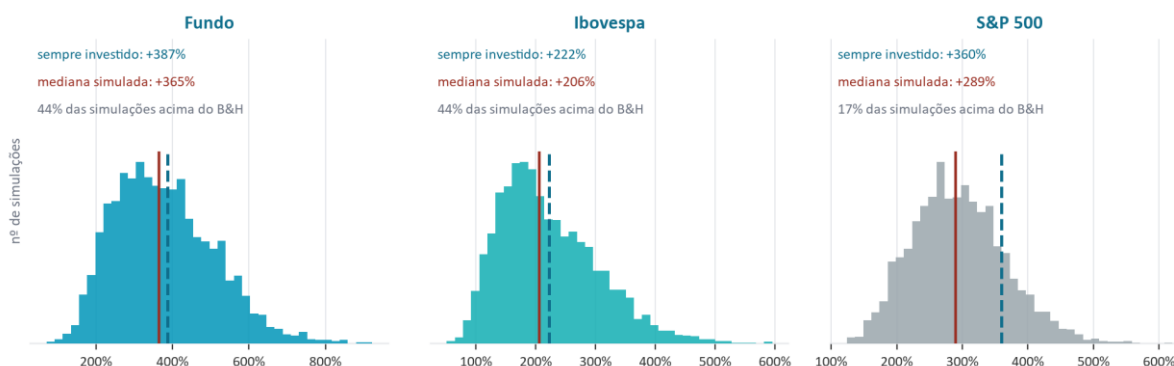
Para sair do terreno teórico, simulamos um comportamento comum: o investidor que, assustado com um dia de queda forte, vende e espera duas semanas “até a poeira baixar”. A regra é objetiva: caiu 2% ou mais num dia, vende no fechamento e volta 10 pregões depois.



Simulação hipotética aplicada às três séries, sem custos de transação ou impostos; a inclusão de custos e impostos reduziria adicionalmente o resultado simulado. Não representa rentabilidade efetiva de nenhum investidor. Rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros.

E o resultado é bastante revelador: a regra até cumpre o que promete, evitou 12 dos 20 piores dias no fundo e 14 no S&P 500. Mas pagou caro por isso: perdeu 15 e 17 dos 20 melhores dias, respectivamente. No Ibovespa, o investidor do entra-e-sai terminou com menos de um quarto do resultado de quem permaneceu.

Alguém poderia argumentar que o investidor da regra acima apenas “escolheu mal os momentos”. Para testar isso, rodamos uma simulação de Monte Carlo, método que repete o mesmo experimento milhares de vezes, variando ao acaso as escolhas, para mapear todos os resultados possíveis em vez de um único caso. Criamos 3.000 investidores hipotéticos em cada série, todos seguindo a mesma lógica, mas cada um reagindo a sustos diferentes: dos 100 a pouco mais de 200 dias de queda de 2% ou mais que cada série teve no período, cada investidor sorteia 20 para reagir, saindo por 10 pregões em cada um. O gráfico abaixo mostra a distribuição completa dos 3.000 resultados em cada mercado.

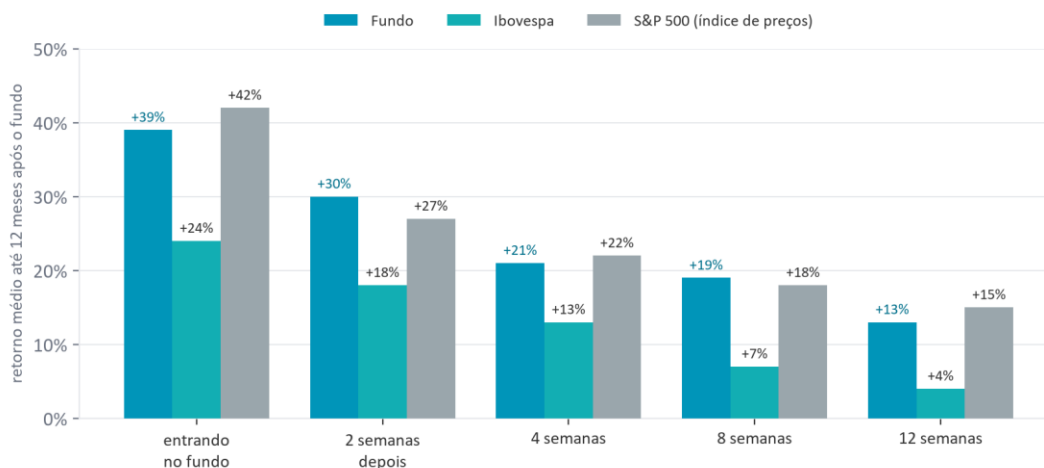


Simulação de Monte Carlo: distribuição dos resultados de 3.000 investidores hipotéticos por série (cada um reage a 20 dias de queda $\geq 2\%$, escolhidos ao acaso, ficando 10 pregões fora após cada um). Linha tracejada azul = investidor que nunca saiu; linha vermelha = mediana dos simulados. Frequências históricas simuladas sobre dados passados; não representam probabilidades futuras nem rentabilidade efetiva.

A leitura da simulação mostra que a mediana dos 3.000 investidores termina abaixo do buy & hold nos três mercados. Existem simulações vencedoras, afinal, alguns sorteios calham de evitar os piores dias sem perder os melhores, mas são minoria: 44% no fundo, 44% no Ibovespa e apenas 17% no S&P 500. E quanto mais vezes o investidor age, menor a parcela vencedora: agindo 40 vezes no S&P 500, apenas 3,5% das simulações superam quem ficou parado. Timing não foi, nestes 13 anos e em nenhum dos três mercados, um jogo com odds a favor.

E Quem Sai, Volta Tarde

Sair é só metade do problema; a outra metade é que ninguém acerta o fundo do poço. Medimos, nos episódios de queda superior a 15% de cada série, foram 5 no fundo, 11 no Ibovespa e 4 no S&P 500; o quanto rendeu o mercado nos 12 meses seguintes ao ponto mais baixo, conforme a data de reentrada.

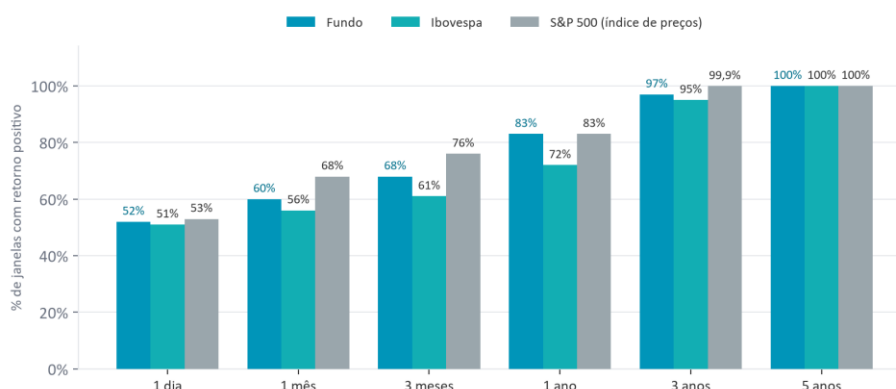


Retorno médio acumulado até 12 meses após o fundo de cada episódio de queda >15%, conforme o atraso na reentrada (fundo: 5 episódios; Ibovespa: 11; S&P 500: 4). Médias de poucos episódios; exercício ilustrativo sobre dados passados.

No fundo, quem voltou no ponto mais baixo capturou, em média, +39% nos 12 meses seguintes. Quem esperou 12 semanas capturou +13%, dois terços da recuperação perdidos pela espera. No Ibovespa, à espera de 12 semanas reduziu a captura média de +24% para +4%.

O Que o Tempo Faz Pelo Investidor

A mesma base mostra o outro lado da moeda: o que aconteceu com quem simplesmente ficou. E vale lembrar que esses 13 anos não foram um passeio, incluíram cinco quedas superiores a 15% no fundo, duas delas superiores a 25%, recessão, guerras, pandemia, impeachment e Selic a 15%.



Percentual de janelas móveis (sobrepostas) com retorno positivo, por horizonte, no período analisado. Frequências históricas desta amostra específica; não constituem garantia, projeção ou promessa.

Em um dia, investir é quase cara ou coroa (51% a 53% de janelas positivas). Em cinco anos, 100% das janelas observadas nesta amostra foram positivas. Aqui vale ressaltar o disclaimer: isto se refere a frequências históricas desta amostra específica e não constitui garantia, projeção ou promessa de resultados positivos ou de qualquer magnitude. Ainda, após as grandes quedas, o padrão foi igualmente favorável no período: nos 2 episódios em que o fundo caiu mais de 25% do topo, os 12 meses seguintes foram positivos nas 2 ocorrências, com retorno médio de +17%; no único episódio de queda superior a 35% (2020), os 12 meses seguintes renderam +51%.

O fundo passou 91% dos dias abaixo do próprio topo histórico (Ibovespa: 94%; S&P 500: 82%). Estar “no vermelho em relação ao pico” não é sinal de que algo deu errado é o estado natural de quem investe em ações. A recompensa não vem de evitar esse desconforto, e sim de atravessá-lo.

Conclusão

Os movimentos da renda variável são discretos e o retorno de mais de uma década se decide em um punhado de dias, que chegam sem aviso, no meio das crises, colados aos piores momentos. Não sabemos, nem acreditamos que alguém saiba, antecipar esses dias de forma consistente.

Isso não significa ausência de gestão de risco. Gerimos risco pela seleção dos negócios, pelo preço pago e pelo dimensionamento das posições através de sizing. Quando uma tese quebra, vendemos o ativo, como já mostramos em cartas anteriores; o que não fazemos é sair do mercado por causa do humor dele.

O que sabemos fazer é escolher bons negócios a preços razoáveis e permanecer investidos neles, aceitando a volatilidade como o custo natural da composição. Foi assim que o fundo multiplicou o capital por quase cinco vezes em 13 anos; e é assim que pretendemos continuar a investir.

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

