

Carta 05 | Dezembro 2025

Caros Investidores,

Em 31 de dezembro de 2025, o 3 Ilhas Fundo de Investimento em Ações (FIA) completou dois anos e meio, acumulando um retorno líquido de taxas de -2,6%¹. Durante o mesmo período, o Ibovespa, o IVBX-2 e o SMLL² renderam 36,4%, 30,8% e 1,3%, respectivamente. Em 2025, o desempenho do Fundo foi de 29,6% enquanto o Ibovespa, o IVBX-2 e o SMLL renderam +34,0%, +38,4% e +30,7%, respectivamente. Também em 2025, o IMA-B5+, índice calculado pela Anbima que mede o desempenho dos títulos públicos federais indexados à inflação (NTN-B ou Tesouro IPCA+) com prazo superior a 5 anos, rendeu 14,2%. O rendimento do IMA-B5+ desde o início do Fundo foi de 3,2% a.a., equivalente à inflação menos 1% a.a.

Rentabilidade do Fundo e Índices em 2025 e desde 30/06/23			
Fundo / Índice	Código BBG	2025	Desde o Início
3 Ilhas FIC FIA	ILHASFB	29,6%	-2,6%
Índices			
Ibovespa	IBOV	34,0%	36,4%
IVBX2	IVBX	38,4%	30,8%
SmallCap	SMLL	30,7%	1,3%
Índices Setoriais da Bovespa			
Financeiras	IFNCBV	46,2%	41,5%
Materiais Básicos	IMAT	11,6%	16,4%
Utilidades Públicas	BZUTIL	63,2%	66,0%
Industriais	INDX	15,0%	43,9%
Consumo	ICONBV	28,0%	-2,2%
Imobiliário	IMOBV	73,5%	43,6%
Indicadores Renda Fixa			
IMAB5+	IMAB5+	14,2%	8,3%
IPCA+5%a.a.		9,5%	25,6%
CDI	CDI	14,3%	34,5%

O 3 Ilhas FIA tem como objetivo a geração de retornos em termos absolutos, substancialmente acima do custo de oportunidade de um investidor em moeda local (Reais), medidos em períodos de 3 a 5 anos. Consideramos que uma boa referência para o custo de oportunidade de um investidor no Fundo sejam os títulos de longo prazo do tesouro brasileiro indexados à inflação, as chamadas NTN-B, que em 31/12/25 rendiam 7,3% a.a. (vs. 5,3% a.a. em 30/06/23)³. Com isso,

¹ O Relatório mensal de dezembro de 2025 do Fundo 3 Ilhas FIC de Ações RL está disponível no site www.tresilhasinvestimentos.com.br.

² O IVBX-2 é o índice da Bovespa que cobre as cinquenta companhias de maior negociabilidade da Bovespa, excluídas as dez primeiras, tanto em termos de valor de mercado quanto de liquidez. Acreditamos que esse índice é uma referência econômica que apresenta maior aderência à estratégia e aos objetivos do Fundo. O SMLL é o índice da Bovespa que representa as empresas de menor capitalização da Bovespa — com ativos que estejam classificados fora da lista dos que representam 85% (oitenta e cinco por cento) do valor de mercado total da B3.

³ Em ambos os casos, rendimento da cesta de títulos incluídos no cálculo do IMA-B5+.

o aumento no prêmio de risco soberano ao longo desse período contribuiu para que o rendimento do IMA-B5+ ficasse abaixo da inflação.

A comparação com os índices de ações acima, apresenta uma forma alternativa de avaliar o desempenho do Fundo, um certo “ponto de verificação” através do qual também fazemos nossa avaliação autocrítica. A dispersão dos retornos dos índices setoriais em 2025 foi bastante alta com destaque negativo para o índice de consumo e materiais básicos, e positivo para empresas financeiras e de utilidade pública.

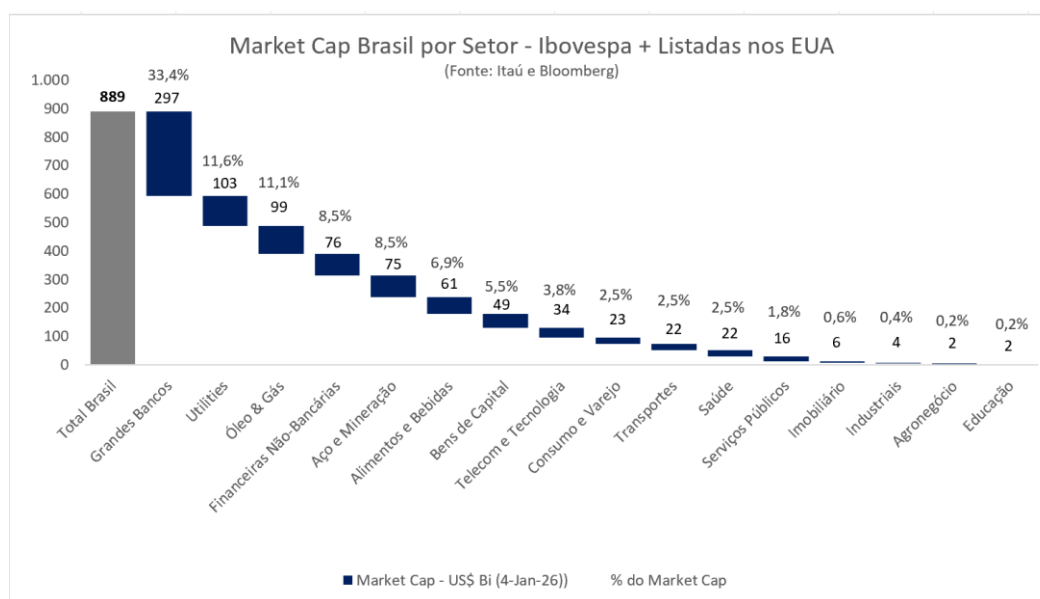
Embora com desempenho inferior ao Ibovespa, IBVX2 e SMLL em 2025, o Fundo apresentou retorno satisfatório. A diferença do nosso desempenho em relação ao Ibovespa e IBVX2 ao longo de 2025 se deveu em grande parte à menor exposição aos setores de utilidades públicas e financeiro. O Fundo apresenta maior concentração em empresas de consumo e serviços, conforme podemos observar na tabela abaixo.

Distribuição Setorial do Fundo e Índices de Ações (Classificação própria)

Setor	3 Ilhas FIA	Ibovespa	IVBX-2	SMLL
Consumo Discricionário	23,7%	5,5%	7,4%	25,4%
Serviços	14,9%	1,9%	4,8%	4,3%
Materiais Básicos	13,6%	28,5%	10,7%	11,0%
Infra. e Ut. Pública	10,4%	17,9%	41,4%	13,4%
Transporte e Logística	7,3%	3,8%	9,6%	5,9%
TMT	7,2%	2,7%	4,3%	2,1%
Saúde	6,8%	2,6%	6,1%	7,1%
Imobiliário	5,2%	0,8%	1,6%	9,8%
Consumo não Discricionário	4,3%	2,5%	6,2%	4,9%
Financiais	1,0%	27,2%	6,3%	5,6%
Agricultura	0,0%	0,1%	0,0%	3,3%
Industriais	0,0%	6,0%	0,5%	3,9%
Educação	0,0%	0,4%	1,0%	3,3%
Exposição Ativa 3 Ilhas FIA vs Índice (*)		89%	73%	80%

(*) 100% menos a soma da participação nos índices de cada posição do Fundo.

A concentração do mercado Brasileiro em um número relativamente pequeno de empresas e setores é marcante. Os setores financeiro, utilidades públicas e energia elétrica, petróleo, aço e mineração, representam 73% da soma do valor de mercado da B3 e das empresas brasileiras listadas no exterior (conforme a tabela abaixo). Vale destacar que apenas 12 companhias representam aproximadamente 90% desses setores.



Em retrospecto, a exposição setorial do Fundo teve um impacto relevante no seu desempenho relativo (primeira tabela). No entanto, nossa orientação é focar na escolha dos investimentos com base no mérito individual de cada companhia. Concentramos nossa atenção nos casos de companhias nas quais temos um bom nível de conhecimento do negócio, gestão e cultura, com capacidade de compreender a combinação entre preço e possibilidades de geração de valor, que possam gerar retornos adequados aos objetivos do Fundo. Investimos em companhias de todos os tamanhos, mas acreditamos que a nossa maior vantagem comparativa esteja na análise de empresas de médio e pequeno porte.

É natural que exista um desvio entre o perfil do nosso portfólio e o da média do mercado, o que pode causar diferenças significativas de performance especialmente em períodos mais curtos. Esse foi o caso ao longo dos últimos 30 meses. No entanto, não pretendemos mudar nossa forma de investir em função desses desvios e acreditamos que esse perfil nos posicione bem para a geração de retornos diferenciados ao longo do tempo.

Durante o ano, o Fundo apresentou um giro da carteira de 54% do portfólio (24% no primeiro semestre e 30% no segundo), considerando a soma absoluta de todas as compras e vendas e excluindo o efeito de aportes e resgates de cotas. Durante o segundo semestre, com exceção de uma, as 10 maiores posições do Fundo continuaram as mesmas. Encerramos duas posições, Cosan e Ultrapar.

No caso da Cosan, após uma sequência de erros de execução operacional e de alocação de capital com significativa destruição de valor, iniciou-se um processo de venda de ativos e captação de recursos com o objetivo de reequilibrar sua estrutura de capital. Devido aos riscos associados a tal processo e ausência de novas oportunidades de geração de valor, encerramos nosso investimento na companhia a preços substancialmente maiores que os atuais, embora tenha gerado apenas um pequeno impacto no retorno do Fundo em 2025. No entanto, conforme mencionamos na Carta de dezembro de 2024, o investimento na Cosan causou prejuízos relevantes para o Fundo em 2024.

No caso da Ultrapar, após uma evolução bastante positiva do seu desempenho operacional e de uma melhora estrutural no setor de distribuição de combustíveis como um todo, a companhia inicia uma nova fase de alocação de capital em novos negócios. Acompanharemos tal processo com atenção, mas decidimos encerrar o investimento. A natural opacidade deste processo e a formatação de uma companhia que se torna uma holding de investimentos em negócios variados, que deverá gerar um desconto da sua avaliação de mercado, reduziu nossas expectativas de retorno. A posição de Ultrapar gerou um bom retorno sobre o capital alocado do Fundo desde o seu início e durante 2025.

Além do natural rebalanceamento entre as posições do Fundo e após o acréscimo de três novas posições no primeiro semestre, na segunda metade do ano iniciamos duas novas posições em companhias que acompanhamos por algum tempo e que possuem capitalização inferior a R\$5 bilhões, com níveis de liquidez de suas ações relativamente baixos, mas compatíveis com o tamanho e características do Fundo. Em um dos casos, acompanhamos a companhia desde o seu IPO em 2021 e, após uma fase intensa de ajustes nas operações, acreditamos que a companhia entra em uma nova fase com desdobramentos positivos ainda não plenamente reconhecidos pelo mercado. No outro, acompanhamos o negócio desde o início do Fundo, que vinha apresentando um bom desempenho. À medida que ganhamos confiança no projeto empresarial de longo prazo, no seu líder e nas perspectivas de retorno, iniciamos o investimento na companhia.

Atribuição de resultados do 3 Ilhas FIA

O resultado do Fundo em 2025 foi bem distribuído entre a maior parte das suas posições sendo que apenas duas posições tiveram contribuições negativas relevantes. Cada uma de nove posições contribuíram com pelo menos dois pontos percentuais de retorno para o Fundo.

Os maiores destaques foram os investimentos na Alpargatas, Cyrela, Eneva, Rede D'or, Vibra e OceanPact, todas elas com retornos superiores a 50% no ano.

Alpargatas concluiu seu ciclo de ajustes internos e apresentou resultados no mercado brasileiro acima das expectativas, indicando potencial para atingir as maiores margens da sua história. Embora o desempenho no mercado interno deva evoluir gradualmente sem perspectivas de alto crescimento, esperamos que a recuperação da Havaianas no mercado internacional e a alienação do seu investimento na Rothys sejam os principais vetores de geração de valor, ainda não bem avaliados pelo mercado.

Cyrela continuou no seu processo de melhora nos resultados, com um bem-sucedido aumento da sua exposição ao setor de desenvolvimento residencial para baixa renda e concentração da companhia nos seus principais mercados, São Paulo e Rio de Janeiro. No caso do Rio, a companhia está no final de um processo de normalização dos seus retornos, devido a um mal legado de investimentos na Barra da Tijuca. Nos últimos doze meses apresentou um Retorno sobre o Patrimônio Líquido de 20% mantendo baixos níveis de endividamento, e apesar de uma distribuição relevante de dividendos no final do ano. A resiliência dos retornos da Companhia combinada com o nível de preço de suas ações deverá continuar contribuindo para o desempenho do Fundo.

No final de 2023, havíamos encerrado nosso investimento em **Eneva**, devido ao alto endividamento, riscos associados ao desenvolvimento de projetos e indefinição societária. No final de 2024, após processo de recapitalização e consequente redução do endividamento, maturação dos projetos e nova configuração societária, voltamos à base acionária da companhia com a expectativa de que seu posicionamento para uma nova fase de investimentos fosse favorável. De fato, ao longo de 2025 ficou claro que a companhia possui uma série de projetos com alto retorno e relevância, habilitados a participar de um novo leilão de reserva de capacidade⁴ que deverá ocorrer em março de 2026. A companhia alargou seu portfólio de projetos criando uma nova perspectiva de crescimento com bons retornos, que foi gradualmente sendo reconhecida pelos investidores ao longo de 2025.

Rede D'or permaneceu como uma posição mediana do Fundo desde o seu início. Durante o ano de 2025, uma série de iniciativas estratégicas da companhia começaram a apresentar resultados significativos, em conjunto com bons resultados operacionais. A aquisição da SulAmerica Seguros em conjunto com a joint venture com o Bradesco para o desenvolvimento de unidades hospitalares começou a apresentar fortes resultados, criando um círculo virtuoso para a expansão e ocupação de leitos com margens crescentes. A forte geração de caixa permitiu redução do endividamento e distribuição de dividendos equivalente a 8% do seu valor de mercado em dezembro. O posicionamento da companhia se tornou ainda mais forte em um setor fragilizado ao longo dos últimos anos. Reduzimos nosso investimento na companhia ao fim de 2025 à medida que os retornos esperados diminuíram com o bom desempenho das suas ações. Apesar de esperarmos uma continuidade desse bom desempenho, os altos resultados da SulAmerica e de seus pares estão sujeitos a um aumento da competição no segmento. Adicionalmente, esperamos uma intensificação da competição com a Amil, fortalecida com a sua troca de controle, mudanças operacionais e aliança com a Ímpar Hospitalar.

Durante 2025, a **Vibra** consolidou altos patamares de margens com boas perspectivas de ganhos de participação de mercado. A evolução do combate às irregularidades no setor de combustíveis líquidos ao longo do ano gerou a expectativa de que as margens do setor atingirão um novo patamar. Além disso, um setor mais organizado permitirá que as grandes empresas recuperem suas parcelas de mercado perdidas nos últimos anos para participantes irregulares. Em contraponto à melhora operacional, a compra do restante da Comerc (operação de geração e comercialização de energia elétrica) anunciada em agosto de 2024, gerou impactos negativos para a companhia. A aquisição original, contratada em 2021, se mostrou uma decisão equivocada da administração anterior da companhia, sendo que em 2025, os juros altos e o aumento dos cortes de geração, acentuaram a destruição de valor causada pela compra. A nova administração da Vibra iniciou um processo de reavaliação estratégica do ativo, que deverá terminar com a sua venda. A Vibra apresenta níveis atrativos de avaliação que, à medida que seu nível de endividamento volte ao normal, com a sua geração de caixa robusta e eventual venda ou *spin-off* da Comerc, deverá ser mais bem refletido no preço de suas ações. Consideramos a administração atual bem mais sensata na sua política de alocação de capital. Finalmente, o controlador da Inpasa, maior produtora de

⁴ O leilão de reserva de capacidade é um tipo específico de leilão de energia criado para garantir a segurança do fornecimento elétrico do país, contratando capacidade de geração que possa atender picos de demanda ou períodos de baixa geração de fontes renováveis (como solar, eólica e hidrelétrica).

etanol de milho do país, comprou 10% da companhia. A avaliação positiva de um participante do setor é um bom sinal, mas que também nos faz ponderar sobre quais serão os seus objetivos finais.

Após um longo período desafiador para o setor de embarcações de apoio offshore, a **Oceanpact** se beneficiou da consolidação de novos níveis de preços de contratos de afretamento ao longo de 2025, e novos contratos com alta rentabilidade foram adicionados ao *backlog* da companhia. O ano de 2026 deve marcar o fim de um ciclo de investimentos que durou desde o IPO da companhia em 2021. Além disso, o valor de certas causas na justiça referentes à contratos com clientes ficou mais evidente ao longo do ano criando perspectiva de geração de caixa para os acionistas significativa a partir de 2027, evidenciando a subavaliação das ações da companhia, parcialmente corrigida ao longo do ano.

Natura e Hapvida contribuíram negativamente para o Fundo em 2025. Ambas passam por um processo de reestruturação de suas operações e apresentaram resultados abaixo das expectativas.

No caso da **Natura**, apesar de nossa decepção com o ritmo da evolução das melhorias operacionais na operação da América Latina, a companhia apresentou progressos relevantes em 2025 tais como: i) a integração das operações da Avon na América Latina; ii) o fechamento do acordo para liquidação da *holding* nos EUA com seus passivos e contingências (anunciado em dezembro de 2024); iii) a venda das operações da Avon Internacional e da Avon CARD (América Central); iv) a reorganização societária e organizacional com incorporação da holding Natura & Co na Natura Cosméticos, gerando importantes benefícios fiscais e consolidando a liderança da companhia nas mãos de João Paulo Ferreira, anteriormente CEO da operação na América Latina. Apesar de apresentar importantes desafios de execução, ajustes da estrutura organizacional e renovação da cultura, a Natura nos parece no início de um novo ciclo. Embora devamos sempre interpretar com cautela aparições de executivos na mídia, o seu Presidente declarou recentemente: “Vamos entrar em 2026 leves, focados em crescer, inovar e gerar diferenciação. Tenho certeza de que vai ser um ano mais simples.”⁵ Diante disso, a avaliação de mercado da Natura não nos parece representar essa mudança estrutural na companhia.

O caso da **Hapvida** difere substancialmente da Natura. Possuíamos uma posição mediana na companhia cientes dos riscos do processo de integração em curso. Quando a companhia parecia começar uma nova fase, após os ajustes oriundos da atabalhoada fusão com a Intermédica (GNDI), novos problemas estruturais surgiram de forma repentina. A posição competitiva da companhia no mercado do Sul e Sudeste se deteriorou e o efeito de questões regulatórias tem causado impacto no seu modelo de negócios. Mudanças de pessoas-chave no time de gestão têm ocorrido com frequência, causando problemas de execução. Apesar de reconhecermos uma grande assimetria de avaliação, estamos reavaliando os riscos ligados à execução e ao posicionamento competitivo do modelo de negócios da companhia.

⁵ <https://braziljournal.com/a-natura-voltou-as-raizes-agora-tem-que-voltar-a-crescer> – 15 de dezembro de 2025.

Outros Eventos Corporativos Relevantes em 2025

Do ponto de vista de transações corporativas transformacionais, o ano de 2025 foi bem mais calmo. **GPS e Auren**, após dois importantes passos estratégicos em 2024, se dedicaram a redução do seu nível de endividamento e à integração das aquisições ocorridas em 2024, da GRSA e da Auren, respectivamente.

A **Suzano**, continuando com o seu plano de internacionalização, anunciou a compra de 50% das operações internacionais de *tissue* da Kimberly Clark (KC) por US\$1,7 bilhão. Conforme mencionamos na carta de dezembro de 2024, avaliamos com cautela esse movimento estratégico da Suzano. Neste caso, em contraponto com a proposta de compra da International Paper feita em 2024 e apesar dos desafios de execução, acreditamos que os méritos estratégicos e desenho da operação sejam bem mais favoráveis. A experiência com a compra dos ativos de *tissue* da KC no Brasil, o preço, o formato de joint-venture, o desenho da opção de compra futura, e a ligação do negócio com os ativos e habilidades operacionais da companhia, reduzem o risco da transação. Continuaremos atentos à forma e evolução da gestão do conjunto de ativos da companhia fora do Brasil.

O **Assaí** continuou com sua correta política de redução dos investimentos em novas lojas e com sua geração de caixa sendo direcionada para a redução do endividamento financeiro. De forma inesperada, a família Muffato, controladora de um grande varejista de alimentos do Paraná com um modelo similar ao Assaí, comprou 10% da companhia. Apesar da boa sinalização da compra por um grupo conhecedor da dinâmica do setor e posicionamento do Assaí, ponderamos quais serão seus objetivos finais. Uma incorporação do Muffato no Assaí criaria um acionista de referência da companhia, com eventuais impactos na sua gestão e na estratégia. Esse fator de risco entrou na nossa avaliação do caso.

A **Multiplan**, após relevante recompra de ações em 2024, aumentou participação a preços atrativos no Barra Shopping, um dos melhores ativos da companhia, e uma demonstração da capacidade de agregar valor com reinvestimentos no seu portfólio. A Companhia declarou que poderá reiniciar um plano de expansão em novos shoppings a partir de 2027, dependendo do cenário econômico após a eleição de outubro. Esse será um ponto de atenção para nossa avaliação da companhia.

Estrutura Operacional da 3 Ilhas

No final de 2025 iniciamos a conversão dos fundos para a estrutura de classe e subclasse, conforme a Resolução CVM 175, o que deverá reduzir custos e aumentar flexibilidade operacional. Criamos também um veículo de previdência administrado pela Mio Vinci Partners – Mio 3 Ilhas Previdência FIA. Assim, hoje contamos com veículos para investidores profissionais (3 Ilhas FIC FIA), de previdência (Mio 3 Ilhas Previdência) e investidores não residentes (3 Ilhas INR FIA), todos investindo no mesmo portfólio de ativos, respeitadas diferenças regulatórias.

Em 31 de dezembro de 2025, o 3 Ilhas FIA tinha 94% do seu patrimônio alocado em ações. Mantemos a convicção de que os retornos de longo prazo esperados para o nosso portfólio compensam, com folga, as alternativas de retorno existentes na renda fixa e os riscos associados

à eleição presidencial de outubro de 2026. Dada essa incerteza, achamos que o investidor em ações no Brasil deva adotar horizontes mais longos – ainda que isso pareça paradoxal. Adicionalmente, vale ressaltar que o panorama econômico e político do país continua frágil, apesar da boa performance do mercado de ações durante o ano. Por consequência, a atratividade geral do mercado se reduziu ao longo do ano.

Outro fenômeno que se mostrou presente no fim de 2025, foi uma série de distribuições extraordinárias de dividendos, incentivadas pela mudança na sua taxação a partir de 2026. Tal fator, que contribuiu para o bom retorno das ações em 2025, não deve se repetir nos próximos anos.

Como mencionamos em nossa primeira carta, investir em ações em um ambiente volátil e de baixo crescimento pode parecer contraditório, mas justamente esse cenário cria oportunidades: reduz a competição entre as empresas, gera ineficiências de precificação e encurta o horizonte de muitos investidores, favorecendo aqueles com disciplina e visão de longo prazo. Parte central do nosso processo é identificar empresas e equipes de gestão capazes de navegar em ambientes incertos. A eleição de outubro desse ano impõe aos investidores um importante desafio, de calibrar suas expectativas para um ambiente de grandes oscilações de preços, que deverão trazer preocupações e ao mesmo tempo criar grandes oportunidades de investimento.

Agradecemos a confiança na 3 Ilhas e permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais. O diálogo contínuo com nossos investidores é fundamental para aprimorarmos nossa forma de pensar e agir.

3 Ilhas Investimentos

www.tresilhasinvestimentos.com.br

As informações contidas neste material têm caráter meramente informativo. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações básicas, se houver, o Regulamento, o Anexo-Classe e o Apêndice Subclasse, conforme o caso, antes de investir seus recursos. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. A 3 Ilhas Investimentos, seus administradores, sócios e funcionários não se responsabilizam pela publicação acidental de informações incorretas, e isentam-se de responsabilidade sobre quaisquer danos resultantes direta ou indiretamente da utilização das informações contidas neste material. O conteúdo deste material não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da 3 Ilhas Investimentos. A utilização das informações aqui contidas se dará exclusivamente por conta e risco de seu usuário. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.

