

Carta Anual de Resultados – Geo Flagship

Encerramos o ano de 2024 da estratégia Geo Flagship com uma rentabilidade de 4.0% no ano em dólares. Com esse resultado, o retorno acumulado desta estratégia atingiu aproximadamente 100% desde seu início, em agosto/2014.

Apesar do resultado positivo nessa janela de 12 meses, é importante reconhecer que a estratégia teve uma performance aquém do que esperávamos, terminando o ano significativamente abaixo dos índices globais e do nosso objetivo de retorno absoluto anual entre 12% e 15% ao ano.

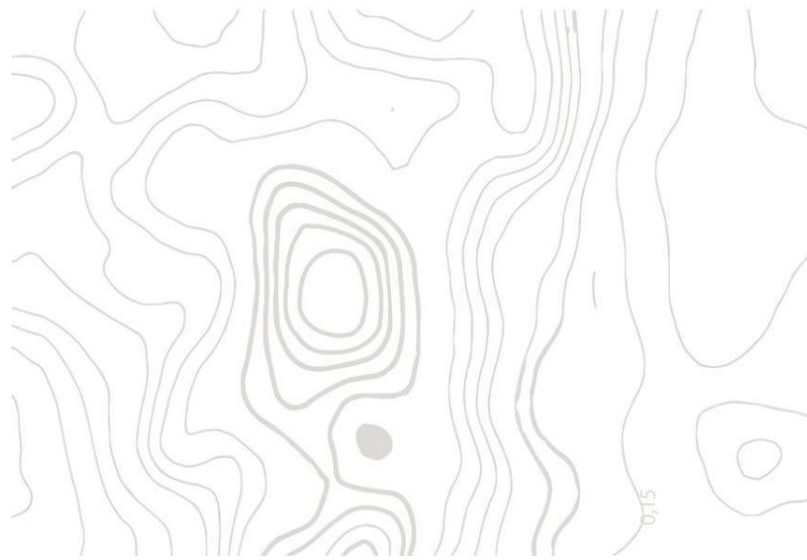
Essa carta busca explicar alguns dos fatores que afetaram a performance deste ano e como estamos posicionados para o ano de 2025. Antes de fazermos esse *'deep dive'*, achamos válido colocarmos o ano de 2024 em perspectiva, de forma a melhor entendermos o atual ponto de partida.

A Esperada Recessão que se Transformou em (Mais Um) Ano de Exuberância dos EUA

O ano de 2024 começou em meio a um cenário global repleto de incertezas. As tensões geopolíticas, como a guerra entre Rússia e Ucrânia e o conflito entre Israel e Hamas, somadas à desaceleração econômica da China, criaram um ambiente de maior risco. Além disso, as expectativas em torno da eleição americana e o início do processo de corte de juros nos EUA adicionaram complexidade à dinâmica global, fazendo deste ano um período de grande volatilidade e desafios para os mercados.

Contudo, apesar dessas incertezas, 2024 acabou se destacando como um dos melhores anos recentes para os mercados americanos. A resiliência da economia dos EUA foi notável, com o controle da inflação demonstrando um desempenho superior ao esperado, sem grandes impactos na geração de empregos, e as empresas, em geral, mostrando uma capacidade de adaptação robusta em um ambiente de juros mais elevados.

Vale notar que **uma sequência de dois anos seguidos com um retorno acima de 20% ainda não tinha sido vista nesse século para o S&P500** e só tinha acontecido nove vezes na história do índice até o fechamento deste ano. No entanto, quando colocamos o retorno do mercado americano em 2024 em contexto, percebemos que tal rentabilidade positiva foi muito mais a exceção do que a regra nos mercados globais.



Variações Anuais

Índice	Moeda local	Câmbio	Var em U\$
S&P 500	23%		23%
MSCI World	17%		17%
Hang Seng (Hong Kong)	18%	1%	18%
Germany DAX (Alemanha)	19%	(6%)	11%
Nikkei 225 (Japão)	19%	(10%)	7%
FTSE 100 (UK)	6%	(2%)	4%
Stoxx 600 (Europa)	6%	(6%)	(1%)
Swiss SMI (Suíça)	4%	(7%)	(3%)
CAC-40 (França)	(2%)	(6%)	(8%)
Ibovespa (Brasil)	(10%)	(22%)	(30%)
Média	10%	(7%)	4%
Média (ex-Brasil)	12%	(5%)	8%

Fonte: Capital IQ

Na tabela acima, destaca-se a **significativa dispersão de retornos entre diferentes mercados, mesmo entre países desenvolvidos, ao longo de 2024**. Os índices de países como Alemanha, França, Reino Unido, Suíça e Japão, quando convertidos para dólares, apresentaram um desempenho significativamente inferior ao do mercado americano. Essa realidade contrasta com o resultado do MSCI World, que também teve um desempenho bastante positivo no ano, revelando que sua elevada exposição a empresas americanas o torna um índice menos global do que seu nome sugere — atualmente, cerca de 70% da composição do MSCI World é representada por empresas dos Estados Unidos.

Além disso, **a decomposição desse forte retorno ocorrido nos EUA nos fornece informações importantes**, especialmente ao pensarmos em nosso portfólio para o ano que se inicia.

Primeiramente, é importante destacar que **cerca de 40% do retorno do mercado americano no ano passado foi impulsionado pela expansão de múltiplos**. Em outras palavras, embora reconheçamos a resiliência da economia americana e o potencial momento positivo do ciclo de juros, com a possibilidade de cortes adicionais, nos chama a atenção o fato de que o mercado já parece ter antecipado boa parte desse benefício. O múltiplo P/E NTM atual de c.23x está no 95º percentil dos últimos 50 anos, refletindo as altas expectativas já embutidas no nível atual de preços do mercado americano.

Além disso, chama atenção o **elevado grau de concentração no mercado americano**. As dez maiores empresas dos EUA representam cerca de 20% do valor total do MSCI World, com as cinco maiores responsáveis por 15% — os maiores patamares dessa série histórica desde a década de 1970. Esse fenômeno é resultado do forte desempenho das principais empresas de tecnologia, em especial as chamadas *'Magnificent 7'*¹, que, no ano passado, alcançaram quase 1/3 do valor do S&P 500 e representaram mais da metade do retorno do índice no ano.

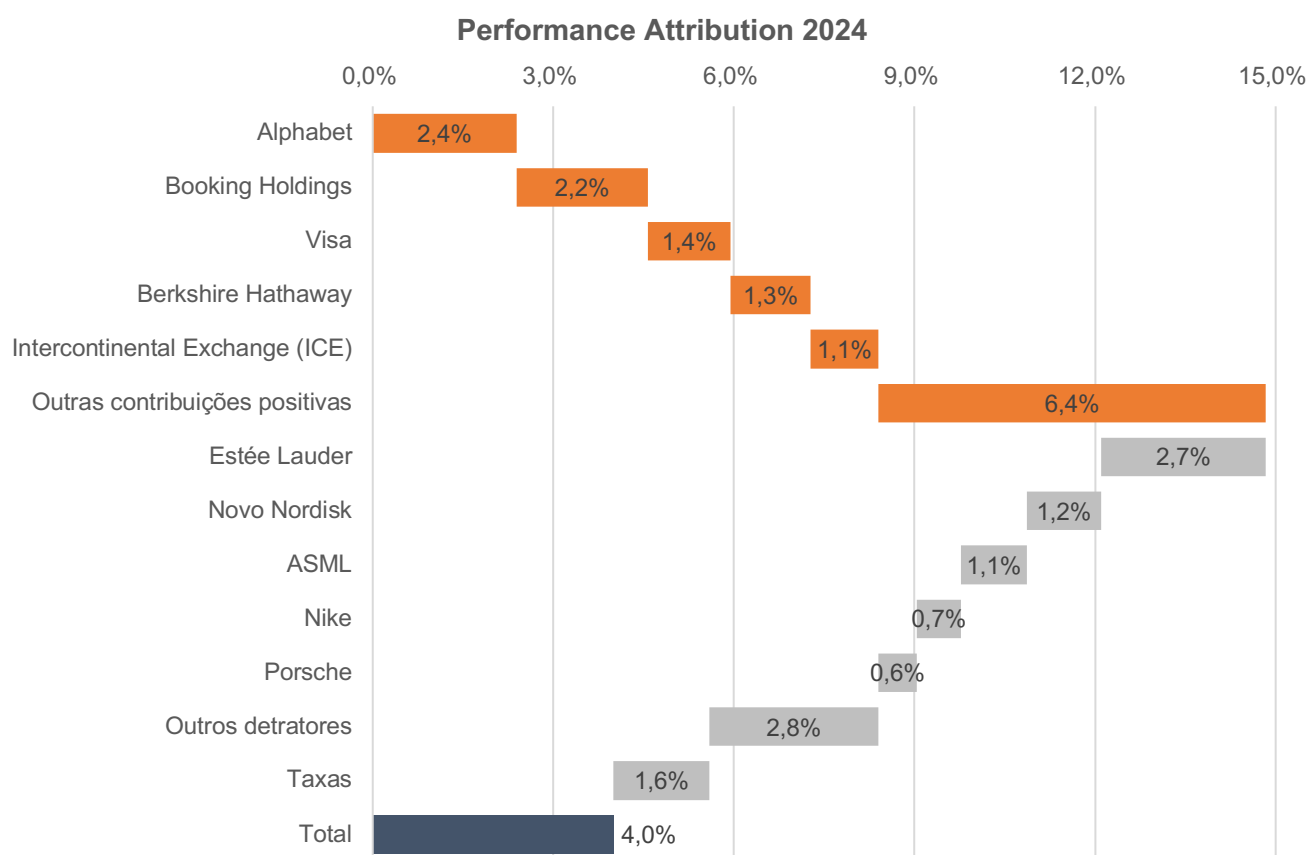
A isso se **somam as incertezas relacionadas ao início do novo mandato de Trump e os potenciais impactos, tanto nos EUA quanto globalmente, de suas políticas**. Tais fatores fornecem o pano de fundo não apenas para analisarmos o desempenho de 2024, mas também para entendermos como posicionamos nosso portfólio para 2025, sempre com o **objetivo de gerar retornos consistentes no longo prazo em mercados globais de ações, focando em empresas de qualidade e com uma constante preocupação em preservar capital**.

¹ Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla (ordem alfabética).

Geo Flagship: Atribuição de Performance de 2024

Abaixo apresentamos a atribuição de performance do ano passado, destacando determinadas histórias que representam os principais destaques positivos e os principais detratores do ano.

Em resumo, as contribuições positivas somaram cerca de 15% no ano, sendo as 5 maiores contribuições (Alphabet, Booking Holdings, Visa, Berkshire Hathaway e ICE) responsáveis por mais de 50% desse ganho. As contribuições negativas subtraíram pouco menos de 10% da performance no ano, com destaque para Estée Lauder, que representou mais de 25% da queda do fundo.



Principais Destaques Positivos

Alphabet (+36% no ano): Alphabet foi nossa maior posição por grande parte do ano de 2024, o que nos permitiu capturar toda a apreciação do preço da ação com uma posição que oscilou entre 7 e 10% do fundo no período.

A empresa teve um ano muito bom operacionalmente até agora. Nos primeiros nove meses do ano, reportou um crescimento de receita e lucro por ação de 15% e 42%, respectivamente. O crescimento foi impulsionado pelo core business de busca, YouTube e o Google Cloud, que também foi responsável por boa parte da expansão de margem no ano. Esperamos que o quarto trimestre de 2024 seja positivo, fechando o ano com um crescimento de receita e 13% e +20% de crescimento de EPS.

Continuamos com uma posição relevante na empresa. Nossa tese de investimento é fundamentada não só pela onipresença do Google como ferramenta de busca, mas pelo vasto ecossistema da empresa, incluindo plataformas como YouTube e Android. Essa dominância se traduz em um alto poder de preço e margens brutas estáveis, que devem permanecer robustas nos próximos anos. O Sistema Google deve continuar sendo a base

da indústria de propaganda digital por diversas ferramentas de publicidade, desde a busca tradicional até o Youtube.

Vale lembrar que o início do ano da Alphabet foi marcado por muitos questionamentos em torno da ameaça de ferramentas de AI como o ChatGPT e o Perplexity. Embora reconheçamos esse risco, também vemos muitos investimentos e medidas da empresa para se posicionar como uma líder nesse setor.

O contínuo investimento da Alphabet em IA e seus vastos recursos de dados devem sustentar suas vantagens competitivas. As perspectivas de crescimento da empresa são reforçadas ainda mais pela crescente migração dos orçamentos de publicidade para plataformas digitais, beneficiando especialmente o YouTube. O compromisso da empresa com a inovação, sua gestão financeira conservadora e políticas de alocação de capital favoráveis aos acionistas, solidificam sua atratividade como investimento de longo prazo.

Booking Holdings (+40% no ano): ao longo do ano montamos uma posição de 7% de Booking no fundo, que reduzimos recentemente, terminando o ano com 3% do portfolio investido na empresa. Essa redução está relacionada exclusivamente a apreciação do preço da ação, uma vez que qualitativamente nossa opinião sobre a empresa continua sendo bastante positiva.

O ano de 2024 tem sido muito positivo para da Booking, que cresceu sua receita em 10% nos primeiros 9 meses do ano e 28% o lucro por ação. Esse crescimento foi impulsionado por acomodações alternativas e pela migração para um modelo de negócio mais integrado que permite a empresa oferecer mais serviços não só para o hóspede (integração com passagens, alugueis de carros, reservas de restaurantes e experiências), como também para os hotéis (plataforma de pagamento). A empresa também tem feito uma boa gestão de custos que permitiu a expansão das margens. Esperamos que a empresa feche o ano com crescimento de receita e lucro por ação similar ao observado nos três primeiros trimestres.

Nossa tese de investimento em Booking está baseada na presença global da empresa tanto em hotéis quanto em acomodações alternativas. A plataforma dá visibilidade para milhões de acomodações globalmente e permite que hóspedes tenham mais segurança em relação experiência que terão no hotel através da base de avaliações feitas por outros hóspedes. A empresa também vem fazendo investimentos em AI para ampliar sua oferta de produtos, alavancando a sua base de dados de reservas para oferecer um planejamento de viagem mais personalizado para cada cliente.

Principais Detratores

Estée Lauder (-49% no ano): Ao longo do ano chegamos a ter 5% do portfolio investido em Estée Lauder e fechamos o ano com uma posição pouco maior que 2%. Nos últimos meses, a Estée Lauder tem enfrentado diversos desafios, incluindo uma concentração em *Travel Retail* e problemas de inovação, canal de distribuição e governança. Apesar do crescimento de 3% nos primeiros nove meses do ano calendário², a empresa teve prejuízo no período e reportou três trimestres consecutivos de queda de receita e compressão de margens operacionais.

A empresa vem sofrendo com a desaceleração da China, assim como muitas empresas do setor. No caso da Estée Lauder, essa queda foi mais acentuada por sua alta concentração no canal de *Travel Retail* nas regiões de Hainan (na China) e na Coreia. Uma série de medidas regulatórias por parte da China impediram que os *Daigous*³ comprassem produtos em larga escala nessas regiões para revenda na China, uma vez que a diferença de preço entre Hainan e a China continental podiam chegar a 50%. Tais produtos eram comprados, em boa parte, por consumidores chineses que não tinham poder aquisitivo e/ou não estavam dispostos a pagar os preços locais. Sendo assim, a demanda criada pelos *Daigous* deixou de existir, impactando significativamente as vendas da empresa na região. Com base em conversas que tivemos com as empresas do setor, estimamos que, em 2022, os canais de viagens na China e Coréia representaram c.20-25% da receita total da Estée Lauder.

Um outro ponto que afetou a performance da Estée Lauder foi a postura mais conservadora em relação a mídias sociais emergentes como o TikTok e canais mais especializados (como Sephora e Ulta) e canais de varejo online

² A Estée Lauder termina o seu ano fiscal em Junho. Sendo assim, os primeiros nove meses do ano calendário de 2024 incluem os últimos dois trimestres do ano fiscal terminado em Junho/24 e o primeiro trimestre do ano fiscal que terminará em Junho/25.

³ Daigous são empresas e pessoas especializadas em viajar para regiões de Duty Free e comprar produtos sob encomenda para revender na China continental.

(Amazon, Mercado Livre, etc) em detrimento de lojas de departamento, por exemplo. Embora uma postura conservadora seja importante para marcas de luxo, para evitar a diluição do *brand equity*, entendemos que já havia evidências suficientes em outras empresas dos benefícios de tais estratégias. Esses pontos, na nossa visão, fragilizaram a empresa em mercados mais saudáveis e fizeram com que as marcas da Estée Lauder perdessem *market share* simplesmente por não estarem largamente disponíveis nos canais de maior crescimento.

Muitos desses pontos podem ser atribuídos a falhas de gestão e conflitos internos. Notícias sugerem que Leonard Lauder⁴ foi reticente à nova estratégia de canais, indicando que ele ainda exerce uma forte influência na empresa. Em meio a essa crise operacional, o CEO Fabrizio Freda deixou o cargo e atritos entre membros do conselho e da família controladora vieram à tona.

Nossa tese para a Estée Lauder é que a empresa conta com uma constelação de marcas de cosméticos de luxo em diversos setores (maquiagem, cosméticos, perfumes), públicos e *price points* com forte poder de preço, capazes de atingir margens brutas maiores que 70%. Ainda acreditamos nisso. Acreditamos que a diversidade de marcas deixa a empresa mais anti-frágil do que empresas monomarcas, acreditamos que marcas de luxo conseguem exercer maior poder de preço do que marcas de varejo e que a Estée Lauder tem um dos portfólios de marcas mais valiosos do mundo. Por esse motivo, temos visto os pontos listados acima como transitórios e reversíveis, mas podemos estar errados – acreditamos que isso seja inerente da atividade de investir em ações de forma fundamentalista.

Tendo dito isso, entendemos que termos mantido uma posição grande de Estée Lauder no portfólio enquanto essas questões se desenrolavam foi um erro que poderia ser evitado. Por investirmos com um horizonte de 5 anos, poderíamos ter previsto um cenário onde tais questões levam mais tempo para se normalizarem e afetam nosso retorno no período. Quando empresas, mesmo de alta qualidade, passam por momentos de tamanha turbulência, a dispersão de cenários possíveis aumenta consideravelmente e, portanto, nossos parâmetros de exposição máxima precisam ser revistos. Esse ponto, mapeado nas reflexões recentes que temos feito, já foi endereçado em Estée Lauder e em outras potenciais estórias.

Novo Nordisk (-17% no ano): Apesar de contribuição negativa da Novo Nordisk no nosso portfólio neste ano, não vemos nosso investimento como um erro. Aumentamos nosso investimento na empresa ao longo do ano, aproveitando a oportunidade de comprar uma empresa excelente a preços mais atrativos.

Nos primeiros nove meses do ano a empresa reportou um crescimento de receita e lucro por ação de aproximadamente 20% em dólares. Esse crescimento foi impulsionado pelo Wegovy (obesidade) e pelo Ozempic, ambos crescendo mais de 25% no último trimestre. Globalmente, a empresa possui um *market share* de 34% em diabetes, e acima de 70% em obesidade. Para o ano de 2024, esperamos que a empresa continue entregando crescimento entre 20 e 25% em receita e em lucro por ação.

Continuamos investidos na empresa com base na tese de que a empresa é líder mundial em tratamento de diabetes e obesidade. Em diabetes, a empresa segue liderando a transição de tratamentos a base de insulina para tratamentos de GLP-1, garantindo um forte poder de precificação no mercado. Injeções cada vez menos frequentes e modos alternativos de aplicação, como o Ozempic (injeções semanais) e o Rybelsus (aplicação oral), reforçam a sua capacidade de inovação, evidente no *market share* global de 60% em tratamentos GLP-1 em diabetes, e acreditamos que essa liderança deve permanecer com o extenso pipeline de novos lançamentos esperados nesta frente nos próximos anos. Já em obesidade, além da vantagem de ser pioneira no mercado, com o lançamento do Saxenda em 2014 e o recém-lançado Wegovy em 2022, é do nosso entendimento que a empresa possui estratégias de longo prazo para capturar uma parcela significativa desse mercado em expansão, através do lançamento de tratamentos cada vez mais eficazes e seguros, além de estudos avançados e custosos (ou seja, de difícil replicação) que buscam associar os benefícios de seus produtos com doenças que vão além da obesidade, como doenças cardiovasculares, do rim, fígado, demência, alzheimer, entre outros. Evidência concreta desta estratégia está no fato do Wegovy ser o único medicamento de obesidade aprovado pelos órgãos regulatórios para a prevenção de complicações cardiovasculares, possibilitado através de um extenso estudo conduzido pela empresa durante 7 anos..

Embora as pressões competitivas de biossimilares no mercado de insulina e a potencial pressão de preços dos governos permaneçam como riscos, o histórico de inovação da Novo Nordisk, seu foco estratégico em mercados

⁴ Filho dos fundadores Estée e Joseph Lauder. Foi CEO da empresa até 1999 e permanece como Chairman Emeritus do Conselho de Administração.

em crescimento e sua robusta posição financeira a tornam um investimento atraente para crescimento a longo prazo.

Tendo dito isso, entendemos que muito deste crescimento já poderia estar precificado nas ações, fazendo com que qualquer desvio de rota no caminho para o crescimento impactasse o preço das ações, como ocorreu, por exemplo, na divulgação de resultados do terceiro trimestre e na publicação dos resultados da fase 3 do novo medicamento de emagrecimento, o Cagrisema. No terceiro trimestre a empresa reportou um crescimento de receita bastante robusto, mas o crescimento do Ozempic ficou abaixo das estimativas do mercado mesmo crescendo 26%, fazendo com que a ação caísse c.5% no dia.

Em dezembro, a Novo Nordisk publicou os resultados da fase 3 do Cagrisema, medicamento que deve suceder o Wegovy. Nesse dia, as ações fecharam com uma queda de 20%. Tal reação nos pareceu desproporcional, uma vez que o resultado médio de perda de peso pelos pacientes foi de 23%, enquanto o mercado esperava 25%. Vale ressaltar aqui que esse resultado é significativamente melhor que os medicamentos existentes hoje e similar ao Zepbound (novo medicamento da Eli Lilly). Além disso, os pacientes não foram obrigados a atingir a dosagem máxima do remédio, o que pode ter impactado o resultado do estudo.

Ao analisar a amostra de pacientes que chegaram na dosagem máxima proposta, a perda média superou os 25% esperados pelo mercado. Em função disso, a Novo Nordisk deve encomendar um novo estudo com parâmetros mais restritos para verificar a eficácia real do Cagrisema. No entanto, confirmamos recentemente com a empresa que o Cagrisema será submetido para aprovação regulatória já no final de 2025, independente da conclusão do novo estudo mencionado; afinal, a sua eficácia supera os poucos medicamentos atualmente disponíveis no mercado.

Na Geo trabalhamos com múltiplos para todas as empresas. No caso da Novo Nordisk, nosso cenário pessimista prevê uma menor eficácia dos medicamentos em fase de desenvolvimento, inclusive no caso do Cagrisema.

Geo Flagship: Portfólio 2025

Segue abaixo a composição de nosso portfólio atual na estratégia Geo Flagship.

Empresa	Posição	Empresa	Posição
Alphabet Inc.	7.1%	NIKE	2.4%
ASML	6.2%	Cboe Global Markets	2.4%
Airbnb	5.9%	Assa Abloy	2.3%
Novo Nordisk	5.6%	Estée Lauder	2.2%
Deere & Company	5.6%	Thermo Fisher	2.2%
Equifax	4.9%	L'Oréal	2.1%
Microsoft	4.9%	The Walt Disney Company	2.0%
Intercontinental Exchange	4.4%	Zoetis	2.0%
Diageo	4.3%	Mastercard	2.0%
Visa	4.1%	Adobe	1.9%
Universal Music Group	3.6%	Sonova	1.8%
LVMH	3.5%	Porsche	1.4%
Berkshire Hathaway	3.1%	Danaher Corporation	1.1%
Waste Management	2.8%	Inditex	0.9%
Booking Holdings	2.8%	Experian	0.5%
CME Group	2.7%		

Entramos em 2025 com um portfólio que segue o mesmo processo de investimentos adotado desde a fundação da GeoCapital, em 2013. Ao longo desses mais de 10 anos, analisamos mais de 900 empresas globalmente, fundamentando nossa rigorosa seleção com o objetivo de identificar modelos de negócios de alta qualidade, avaliados com base em três pilares principais: poder de preço, crescimento e cultura de dono.

Atualmente, nosso universo de cobertura é composto por cerca de 65 empresas, de forma que temos uma diversificação suficiente para capturar oportunidades em diferentes setores e regiões, sempre com uma abordagem profunda de análise, focada no longo prazo e na preservação de capital.

Dentro desse universo, selecionamos aproximadamente 30 empresas, montando um portfólio que, historicamente, tem uma pequena sobreposição com os principais índices de referência, como o S&P 500 e o MSCI World⁵. Isso proporciona uma estratégia distinta das estruturas passivas disponíveis, tornando-se, portanto, uma excelente opção tanto para investidores de longo prazo que se identificam inteiramente com nossa abordagem quanto com investidores que buscam estratégias complementares às suas alocações.

Agradecemos a confiança depositada em nossa gestão e permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos.

Equipe GeoCapital

⁵ O overlap do Geo Flagship tem ficado historicamente abaixo de 15% tanto com o S&P500 quanto com o MSCI World.