

# **CARTA** AOS INVESTIDORES

2.º SEMESTRE DE 2025

EQUITIES GLOBAL



## Caros investidores,

Ao final de dezembro completamos pouco mais de seis meses de operação conjunta com a HIX Capital (“HIX”), período no qual os ajustes em nossos princípios de investimento, processos e revisão de portfólio, que comentamos em nossa [carta anterior](#), se tornaram mais evidentes na carteira atual do fundo. Antes de trazer uma atualização sobre os resultados, o mercado e nosso portfólio, vale a reflexão sobre os caminhos que nos trouxeram até aqui e os objetivos de longo-prazo esperados desta parceria.

Na HIX, acreditamos que a única forma real e simbiótica de alinhamento é investir lado a lado de nossos clientes, em igualdade absoluta de condições, assim como manter uma parcela muito relevante do patrimônio na gestora. Os sócios da HIX são seus maiores clientes individuais e praticam no dia a dia o mantra “gostaria que fizessem com o meu patrimônio o mesmo que fariam com o de vocês”. Ao mesmo tempo, administrar recursos de terceiros eleva o grau de nossa responsabilidade e de dever fiduciário, onde nos vemos como verdadeiros *stewards of capital*<sup>1</sup> de quem nos confia seus investimentos.

Há alguns anos conversamos sobre como seria interessante diversificar nossos investimentos em ações, até então restritos às empresas brasileiras, e como aproveitar o processo de análise e discussões construído na HIX para procurar oportunidades nas mais diversas geografias do mundo. Observamos de longe, animados, o desenvolvimento de um pequeno grupo de gestoras brasileiras independentes que utilizaram a capacidade intelectual de seus profissionais no esforço de estudar e investir em ações das mais diversas companhias globais.

Para os que nos conhecem de longa data, a tentativa de aproximação destes “desbravadores” não causaria espanto, dada a natureza de curiosidade intelectual que permeia a cultura de investimentos da HIX. “Como seria possível procurar e realizar análises fundamentalistas profundas sobre companhias a partir de pontos tão distantes? Não apenas a geografia, que não favorece o Brasil perante os principais polos econômicos do mundo, mas também na forma de incentivos e cultura tão distintas das nossas”.

Também não seria surpresa a boa relação profissional que construímos com o time da GeoCapital (“Geo”), cuja forma de trabalho nos inspirava. Em pouco tempo, a Geo construiu um processo sólido de análise, um modelo de investimentos transparente e a mesma mentalidade de investimento em conjunto com seus clientes, tão importante para a HIX.

Nos 60 meses antes de nossa união, o Geo Fund (“Geo Flagship”) apresentou um retorno em dólares de 11,3% a.a. contra 13,8% a.a. do MSCI World e 7,1% do CPI +2,5%. Considerando que, em nossa opinião, o investimento em empresas com modelos de negócios rentáveis e resilientes, além de geridos por times de excelente qualidade é a melhor forma de aumentar a probabilidade de geração de resultados consistentes ao longo do tempo, reduzindo o risco de perda permanente de capital, entendemos que o retorno mencionado acima foi atingido com baixo risco.

Ainda assim, os sócios da Geo não estavam satisfeitos em ficar abaixo dos índices de mercado em janelas longas. A combinação deste vínculo positivo e a autorrealização que eventuais mudanças de gestão poderiam ser benéficas para sua rentabilidade e perenidade, nos levou a conversas maduras sobre a eventual união das duas gestoras.

Este período de integração nos deixou mais confiantes sobre a decisão tomada, pois encontramos no time da Geo não apenas a similaridade grande de cultura e ética de trabalho – já conhecida, mas também sócios que nos desafiavam diariamente a elevar a barra da HIX e comparar nossas empresas em escala global. Iniciamos 2026 com ânimo revigorado e com a certeza de que o time de investimentos da Geo, está adaptado às novas expectativas.

Em 2025, o Geo Flagship apresentou um retorno, em dólares, de 9,6% em comparação com 5,0% do CPI+2,5%, 16,4% do S&P 500 e 21,1% do MSCI World. Apesar do resultado inferior aos principais índices no último ano, iniciamos este novo ciclo com um portfólio de investimentos em empresas fantásticas, cujo retorno prospectivo deveria ser medido em termos absolutos e em janelas longas. Os mercados podem exagerar de tempos em tempos, mas vamos continuar o único jogo que sabemos jogar e que é objetivo diário de nosso time: preservar e crescer o patrimônio próprio e de nossos co-investidores, sem tomar riscos desproporcionais.

<sup>1</sup> Def.: responsáveis por gerir, alocar e proteger ativos de forma ética em nome de terceiros, visando gerar valor sustentável a longo prazo. Essa abordagem enfatiza a gestão responsável em detrimento da maximização do lucro a curto prazo

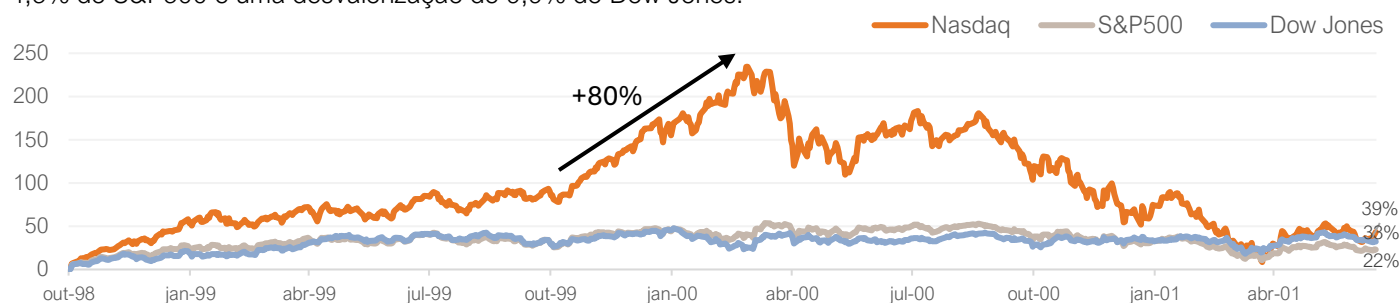


*You asked me what I learned. I didn't learn anything. I already knew that I wasn't supposed to do that. I was just an emotional basket case and couldn't help myself. So, maybe I learned not to do it again. But I already knew that"*

A frase acima foi proferida durante uma entrevista em 2015 por Stanley Druckenmiller, ex-gestor do Quantum Fund de George Soros e, para muitos da comunidade financeira, o GOAT<sup>2</sup> entre os investidores macro, após uma pergunta sobre aprendizados da bolha "DotCom". Druckenmiller, acreditando que as ações de tecnologia estavam negociando em *valuations* desconfortáveis<sup>3</sup> em janeiro de 2000, decidiu vender todas as suas ações do setor e aguardar por oportunidades melhores. Após algumas semanas, o fundo estava subindo apenas 7% no ano, enquanto a carteira de tecnologia de um pequeno grupo de analistas do fundo de George Soros subia 50%. Em março do mesmo ano, com medo de ficar de fora desta grande onda de valorização, decidiu reinvestir no setor e aplicou USD 6 bi do fundo, curiosamente na mesma semana que o índice Nasdaq atingiu seu pico de avaliação. Esta posição virou USD 3 bi em apenas seis semanas e ele deixou o Quantum Fund.

Desde o meio de outubro de 1998, o índice Nasdaq valorizou 213% até seu pico, no dia 10 de março de 2000, contra uma valorização de 33% do S&P500 e 20% do Dow Jones, no mesmo período. Diversos investidores que não participaram deste rally devem ter enfrentado um dilema semelhante, onde, perante uma nova tecnologia transformacional, como, na época, a internet, seus métodos tradicionais de avaliação de empresas pudessem não refletir o potencial de crescimento de empresas deste mercado e, portanto, deveriam usar novas abordagens para justificar a aquisição de ação destas empresas, e evitar ficar de "fora da festa", em detrimento de suas posições tradicionais e em outros segmentos do mercado.

Este movimento foi ainda mais forte nos seis meses antes do pico da bolha, quando o Nasdaq se valorizou 79,2% contra 4,5% do S&P500 e uma desvalorização de 9,9% do Dow Jones.



Fonte: Capital IQ

Embora o desfecho deste período seja de conhecimento comum, poucos se lembram que, em março de 2001, um ano após o pico da bolha DotCom, enquanto o índice Nasdaq e as empresas do setor de tecnologia do S&P500 enfrentavam quedas que ultrapassavam 60%, empresas do setor de alimentos e bebidas subiam quase 40%, energia quase 30%, transporte, farma, bancos e seguradoras entre 10-25%.



<sup>2</sup> Greatest Of All Time, Druckenmiller tem como realizações um track-record de ganhos anuais de 30,4% enquanto gestor do Duquesne Capital Mgmt. Fund, sem qualquer ano com resultado negativo durante este período, e a "quebra do banco da Inglaterra", após a aposta de mais de USD7bi contra a libra esterlina em 1992, quando era gestor do Quantum Fund de George Soros

<sup>3</sup> "January of 2000 I go into Soros's office and I say I'm selling all the tech stocks, selling everything. This is crazy. [stock name not important] at 104 times earnings. This is nuts"

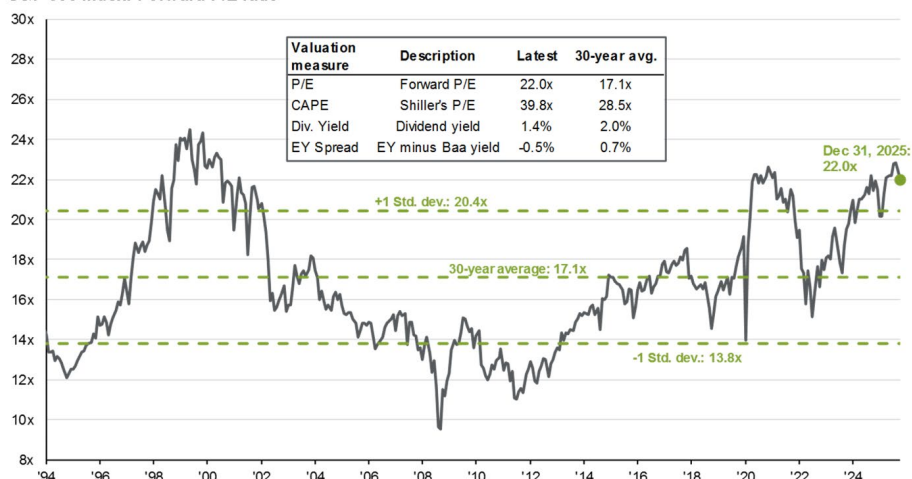


*“Whenever you find yourself on the side of the majority, it is time to pause and reflect”*  
Mark Twain

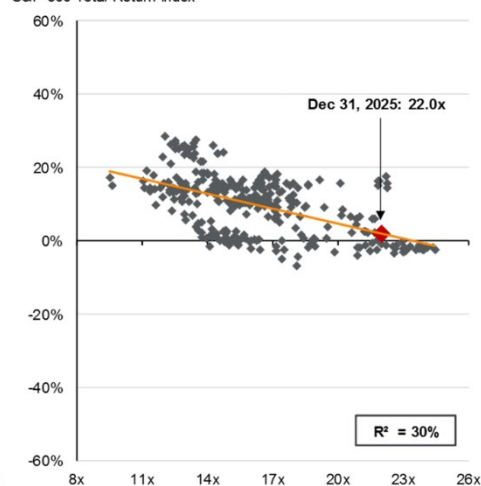
O ano de 2025 terminou de forma semelhante a um comentário que fizemos em junho, “o S&P500 voltou a bater recordes de valorização ao final do semestre, impulsionado, em grande parte, pela performance das chamadas Mag7, que foram responsáveis por aproximadamente 60% da geração de valor do índice nos últimos cinco anos, além de uma nova onda de investimentos em empresas expostas ao mercado de Inteligência Artificial”. O mercado de ações americano vive um momento exuberante, com valorização do S&P500 de 16,6% em 2025 e 82,3% nos últimos 5 anos.

O S&P500 terminou o ano negociando em múltiplo preço / lucro estimado para os próximos doze meses de 22,0x, quase 2 desvios padrão acima da média de 30 anos do índice, e *dividend yield* de 1,4%. O histórico de retorno dos 5 anos subsequentes para investidores que entraram no mercado neste nível não foi bom na grande maioria das vezes:

S&P 500 index: Forward P/E ratio



Forward P/E and subsequent 5-year annualized returns  
S&P 500 Total Return Index



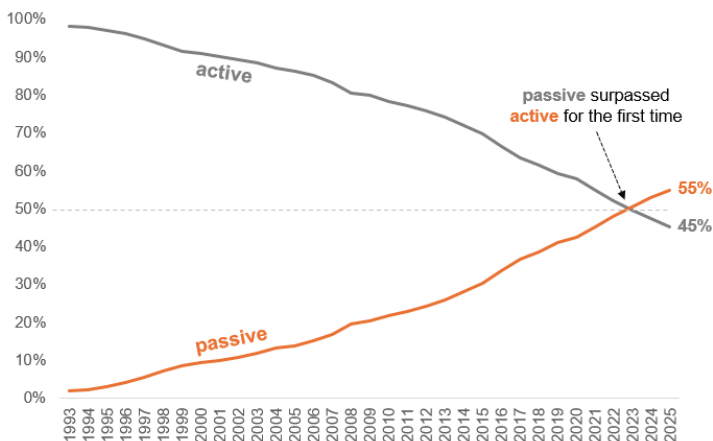
Fonte: JP Morgan, Guide to the Markets

O resultado desta valorização é potencialmente acentuado (e retroalimentado) por dois fatores relevantes no mercado atual:

- 1) Pelo aumento do *flow* de dinheiro gerido por fundos ativos para fundos indexados (ou passivos), que passou a gestão ativa em % do total investido no mercado americano em 2024.
  - a. Fundos passivos acompanham o índice que eles investem ao comprar as ações das empresas deste índice em proporção ao seu valor de mercado. Apesar do nome “passivo”, estes fundos ou ETFs<sup>4</sup> realizam a compra e venda das ações diariamente conforme recebem novos aportes, resgates ou o índice muda de configuração;
  - b. Este tipo de estrutura favorece o *Momentum Investing*, estratégia onde o investidor compra ações que estão performando bem, uma vez que o novo capital que está fluindo para ETFs será investido nas ações conforme o peso de cada empresa no índice;

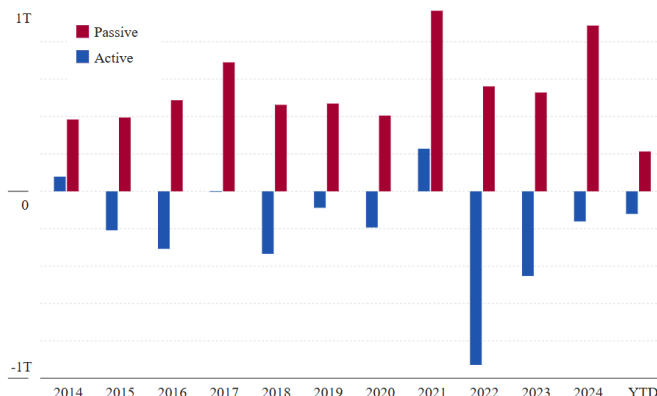
<sup>4</sup> A maior parte dos fundos passivos é estruturado em formato de um fundo listado (*Exchange-Traded Fund*), veículos que emitem novas ações quando recebem novos aportes e devolvem parte do capital no caso de resgates

### Passive investing vs. active management (total % of US equity funds)



Fonte: Morningstar

### Estimativa de fluxo líquido nos EUA, USD bn



- 2) A crescente concentração do índice, em níveis não vistos desde o final da década de 1920. As 10 maiores empresas do S&P500 hoje somam 40% de peso, algo que deve ter fugido da ideia de diversificação pensada por John Bogle, fundador da Vanguard e pioneiro na estratégia de investimentos indexada<sup>5</sup>

### P/E of top 10 and remaining companies in S&P 500

Next 12 months



### Weight of the top 10 companies in the S&P 500

% of market capitalization, % of last 12 months' earnings



Fonte: JP Morgan, Guide to the Markets

<sup>5</sup> Recomendamos o excelente livro sobre investimentos indexados: O Investidor de Bom Senso, John C. Bogle

## O avanço da Inteligência Artificial

Com o benefício da história ao nosso lado, provavelmente a pessoa mais otimista com a internet na virada do século, **não era otimista o suficiente**. No ano 2000, não convivíamos com smartphones, tablets, conexão de alta velocidade e streaming, ferramentas que apenas aceleraram a adoção da internet e a transformaram na ferramenta fundamental de produtividade e do nosso modo de vida cotidiano.

*"We tend to overestimate the short-term impact of new technology while underestimating its long-term effects"*  
**Amara's Law<sup>6</sup>**

Quando pensamos nas tecnologias que surgiram com a maior adoção da internet, o primeiro entrante não foi o vencedor em nenhum dos grandes segmentos:

**PCs:** MITS lançado em 1975 foi o precursor do mercado, que por muitos anos focou em entusiastas de eletrônica. Foi então substituído pela Apple e, principalmente, pela IBM, que hoje é o player dominante do segmento;

**Web browser:** Netscape, e chegou a contar com 90% de *market share* nos anos 90, então substituído pelo Internet Explorer e, anos depois, pelo Google Chrome. A integração com o sistema operacional nativo do Windows foi o fator decisivo para a mudança para o Internet Explorer, que depois perdeu parte do mercado pela velocidade do Chrome;

**Search:** Archie, seguido por Altavista, Lucos e Yahoo!. Estes foram substituídos pelo Google, que utilizou algoritmos para classificar páginas por relevância e autoridade;

**Social Media:** Friendster, MySpace e depois Orkut foram substituídos pelo Facebook, que hoje briga com diversas outras redes, incluindo Instagram, Youtube, TikTok e Snapchat (entre outros);

**Smartphones:** IBM, que foi desbancado pela Nokia e depois Blackberry. Hoje o mercado se divide entre o Iphone da Apple e a Samsung / Google com sistema operacional do Android.

Mercado	Primeiro Entrante Relevante	Vencedor/Líder Posterior	Fator de Mudança
PC	MITS Altair 8800	IBM / Apple	Padronização e Usabilidade
Navegador	Netscape	I. Explorer / Chrome	Distribuição e Performance
Search	AltaVista	Google	Algoritmo de Relevância
Social Media	Friendster / MySpace	Facebook	Interface e Efeito de Rede
Smartphone	BlackBerry / Nokia	iPhone / Android	Experiência do Usuário (UX)

*"The revolution has arrived. With stunning speed, it has swept all of us into a new kind of economy and a new kind of society. It's the first question I get from any IBM customer in almost any part of the world: "What must I do to survive and win in this new world?"*

### Comentário da IBM, próximo ao pico da bolha DotCom

Em sua conferência anual de 2021, para ilustrar a dificuldade de se escolher vencedores, mesmo em indústrias com um futuro maravilhoso garantido, Warren Buffet usou como exemplo a invenção que talvez mais tenha alterado a vida em sociedade no último século: os veículos automotores. Voltando no tempo para 1903, com o crescimento das redes de autoestrada e expectativa de 290 milhões de veículos nas ruas, um investidor poderia pensar que o investimento em veículos parecia *no-brainer*. Nas próximas décadas, mais de 2.000 empresas entraram neste mercado nos EUA, das quais apenas 3 existiam em 2009. *"There's a lot more to picking stocks than figuring out what's going to be a wonderful industry in the future"*.

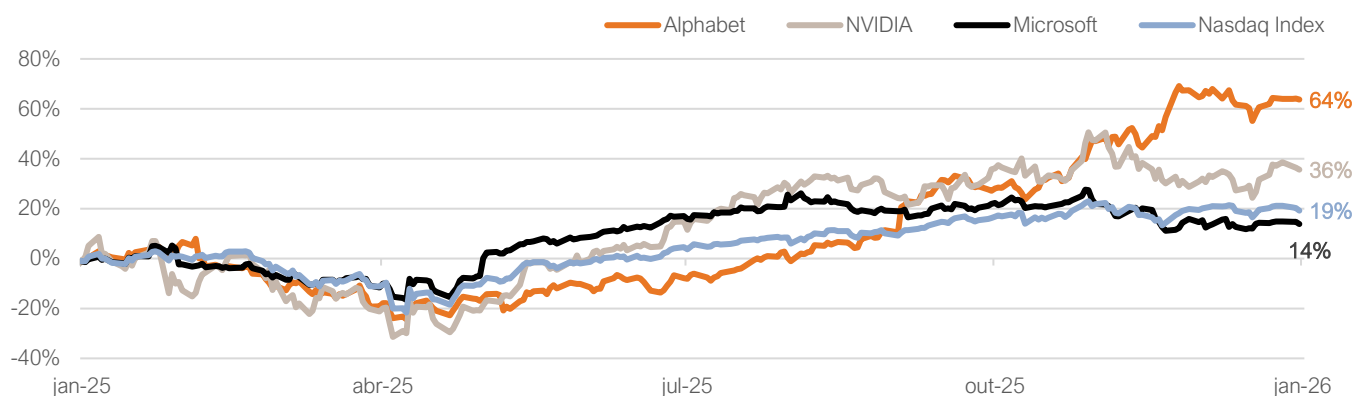
<sup>6</sup> Roy Amara, pesquisador americano sobre o fenômeno observado em inovações tecnológicas, onde o "hype" inicial não se confirma nas expectativas de curto-prazo, mas que as transformações estruturais tendem a ser subestimadas no longo-prazo

Entre as décadas de 1950 e 2020, o número de passageiros do setor de aviação cresceu quase 100x, de 103 milhões de passageiros, no final da década de 50, para mais de 9,6 bilhões de passageiros ao final de 2025. Apesar de milhares de empresas aéreas entrarem no mercado entre 1950 e 1964, o setor passou por diversas ondas de fusões, falências e *bail-outs* de diferentes governos, que resultou em uma perda relevante de capital para os investidores do setor. Como disse Richard Branson, famoso empreendedor Britânico fundador da Virgin e dono de uma companhia aérea de mesmo nome “se você quer ser um milionário, comece com um bilhão de dólares e lance uma nova companhia aérea”.

Em ambos mercados, alguns segmentos se destacam e se mostraram resilientes e rentáveis independente do destino das empresas que produziam o bem principal do setor, como é o caso da indústria de autopeças de reposição, com empresas como Autozone, O'Reilly, Advance Auto Parts e LKQ, e de turbinas de avião, um oligopólio entre GE Aerospace, Pratt & Whitney, Rolls Royce e Safran.

As incertezas condizentes com mercados em transformação aumentam os riscos dos investimentos nestes segmentos, uma vez que o tamanho e o direcionamento do *profit pool* futuro da indústria dependem de premissas que podem ser exageradas ou falaciosas.

O comportamento das ações da Alphabet, holding do Google, ao longo de 2025 talvez expresse de forma mais visual o quanto as percepções sobre os vencedores do mercado de IA ainda são mais importantes que o fundamento. Até a metade do ano, as ações da Alphabet sofreram com o risco de disrupção de *Search* com a narrativa de que as pesquisas online seriam substituídas por pesquisas através de agentes de IA.

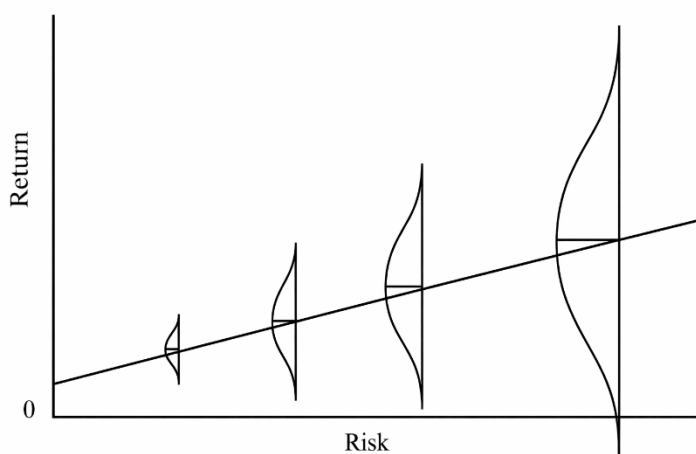


Fonte: Capital IQ

Em junho, com o aumento da crescimento de Search em conexão com pesquisas via agentes e um avanço expressivo do Gemini, modelo de IA do Google, a percepção do mercado mudou e a Alphabet surgiu como um “potencial vencedor” deste mercado. Suas ações se apreciaram 85% (ou US\$1,7 trilhões) nos sete meses subsequentes.

Howard Marks retrata de forma brilhante, em seu livro *The Most Important Thing* (gráfico ao lado), uma alternativa visual para a discussão de risco-retorno de diferentes ativos.

Para Marks (e concordamos com ele), esta equação não é linear, mas sim uma discussão sobre dispersão de retornos potenciais conforme o risco que o investidor deseja incorrer. Ou seja, para um produto de baixo risco, como títulos curtos do tesouro, por exemplo, a dispersão de retornos é extremamente baixa. Por outro lado, um investimento em empresas em fase inicial de vida, como na indústria de Venture Capital, oferece um grande retorno potencial, mas também o risco de perda permanente de capital.



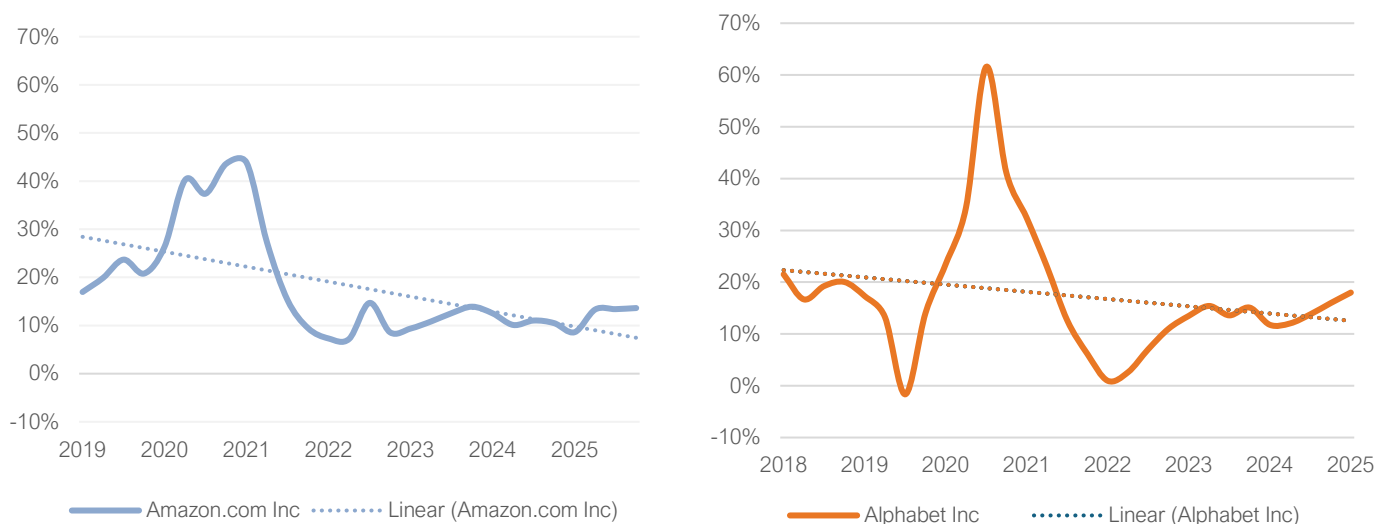
Não temos a pretensão de afirmar que estamos em uma bolha de IA ou identificar o momento exato do ciclo atual, mas nos questionamos recorrentemente se o retorno prospectivo com base no *valuation* atual de empresas ligadas à cadeia do setor de inteligência artificial reflete a real dispersão de cenários possíveis dentro de um mercado em construção ou se existem oportunidades com retorno melhor ou semelhante, e com menor dispersão de retornos em outros setores.

**Rápida digressão:** o ponto anterior não significa que deixamos de acompanhar ou buscar novas oportunidades em tecnologia ou IA, mas sim que reavaliamos constantemente o quanto os potenciais impactos destas mudanças já estão implícitos nos preços de seus ativos ou podem gerar riscos e oportunidades para empresas do nosso portfólio. O outro lado desta história é que a potencial disrupção pela competição com IA impactou de forma oposta o preço das ações de diversos segmentos dentro do setor de tecnologia, como o de software cloud SaaS<sup>7</sup> por exemplo, cujas ações caíram 16% nos últimos 12 meses (vs. valorização de 18% do índice Nasdaq).

Ouvimos de diversos investidores que apesar do *valuation* estar próximo ao do início do ano 2000, as empresas de tecnologia hoje possuem qualidade superior às empresas listadas na época da bolha DotCom. Reconhecemos que o histórico de resultados das grandes empresas de tecnologia é fantástico e que a maior parte destas empresas possui um robusto balanço para arcar com os investimentos anunciados em IA, porém alguns pontos nos preocupam:

- i) Desaceleração estrutural na taxa de crescimento de receita das grandes empresas de tecnologia dentro do mercado atual: a nova onda de crescimento, importante para justificar múltiplos mais altos de negociação, deveria surgir de uma combinação de novos mercados com TAM relevante com alto retorno sobre o capital.

*“Structurally Declining Revenue Growth for the Twin-Pillars of the Digital Economy...”*



Fonte: <https://ggg.com/insights/dotcom-on-steroids/>

- ii) Novo ciclo de capex gera incertezas sobre o retorno de capital futuro deste ciclo de investimentos: Em 2024, as Mag7, em conjunto, geraram US\$500 bilhões de caixa, dos quais apenas 1/3 foi utilizado para novos investimentos e o restante utilizado para pagamento de dívida, dividendos, buybacks ou acúmulo de caixa. Os novos investimentos anunciados alteram este panorama.
  - o OpenAI e Mag7 anunciaram planos de investimento expressivos em novos datacenters, alterando de forma significativa o uso dos recursos gerados pelas grandes empresas de tecnologia hoje.
  - o Com base nos anúncios das grandes empresas, a McKinsey&Company estima um investimento de US\$5,2 trilhões em datacenters para processamento de IA até 2030. Para tentar tangibilizar este volume financeiro, os melhores anos de novas emissões de capital somaram US\$300 bilhões e US\$1,2 trilhões em emissões de novas dívidas não financeiras. Além disso, o volume de *dry-powder* hoje no mercado de PE e VC é de aproximadamente US\$2,8 trilhões. Ou seja, mesmo se assumirmos que todo o capital é direcionado para IA, ainda assim o desafio para entregar estes números parece alto.
  - o O capex realizado pelas Big4 apenas foi de US\$400 bilhões em 2025, quase o dobro do estimado no início do ano, pressionando a geração de fluxo de caixa destas empresas no curto prazo.

<sup>7</sup> Bessemer Emerging Cloud Index: <https://cloudindex.bvp.com/>

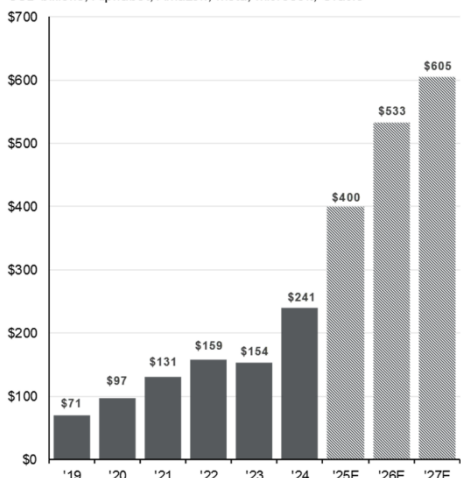


## Artificial Intelligence: Hyperscaler investment

Actions

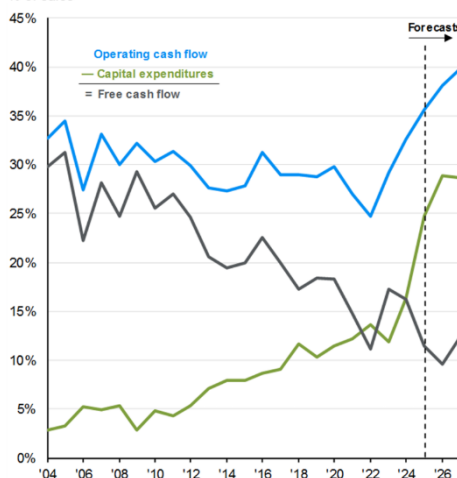
### Capex from the major AI hyperscalers\*

USD billions; Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Oracle



### Hyperscalers' cash flow and capex

% of sales

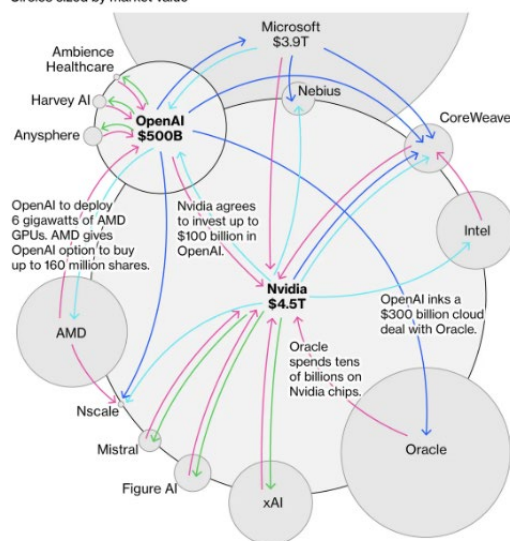


Fonte: JP Morgan, Guide to the Markets

- iii) Parte do crescimento de receita esperado para os próximos trimestres construído através de contratos circulares entre clientes e fornecedores da OpenAI.

### How Nvidia and OpenAI Fuel the AI Money Machine

Hardware or Software Investment Services Venture Capital  
Circles sized by market value



Source: Bloomberg News reporting

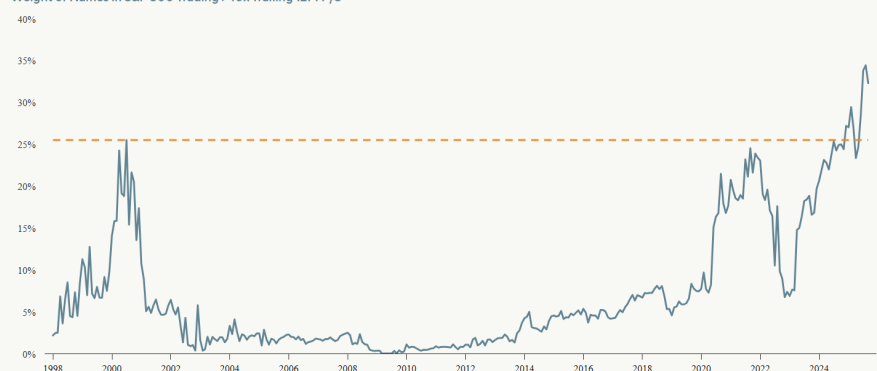
Embora os números auditados não sejam públicos, com base em notícias estimamos que a OpenAI captou US\$64 bilhões, deve fechar 2025 com US\$13 bilhões de receita e não espera parar de queimar caixa nos próximos anos.

Como forma de fomentar seu crescimento sem geração de caixa próprio – Sam Altman, fundador da OpenAI, disse que quer investir trilhões em datacenters –, a OpenAI e outras empresas independentes, que estão investindo um valor expressivo em dados e GPUs para construir seus modelos de LLM e tentando quebrar a barreira de AGI (*artificial general intelligence*), fecharam parcerias com seus fornecedores e clientes para avançar no mercado.

Isso pode representar um crescimento insustentável no mercado, que existe com a expectativa de uma receita (e margem...) futura relevante para pagar boa parte desta conta.

- iv) Peso das empresas no S&P500 negociando acima de 10x receita atingiu mais de 30% do índice, nível superior aos dos anos 2000.

Weight of Names in S&P 500 Trading > 10x Trailing 12M P/S



Fonte: <https://ggg.com/insights/dotcom-on-steroids/>

Os pontos acima geram a preocupação sobre a existência de um elemento comum em bolhas passadas: uma nova tecnologia revolucionária que transformará o mundo e que apresenta rápida adoção e crescimento, normalmente gera grande animação em investidores de varejo e institucionais, que direcionam grandes volumes de capital para não ficar fora deste mercado – muitas vezes sem sequer questionar o preço e premissas necessárias para obter um retorno satisfatório sobre este investimento. Esse entusiasmo cria também inúmeros incentivos para os grandes bancos continuarem promovendo esse mercado, como novos financiamentos, M&As e ofertas de dívida e capital, intensificando a disseminação da história.

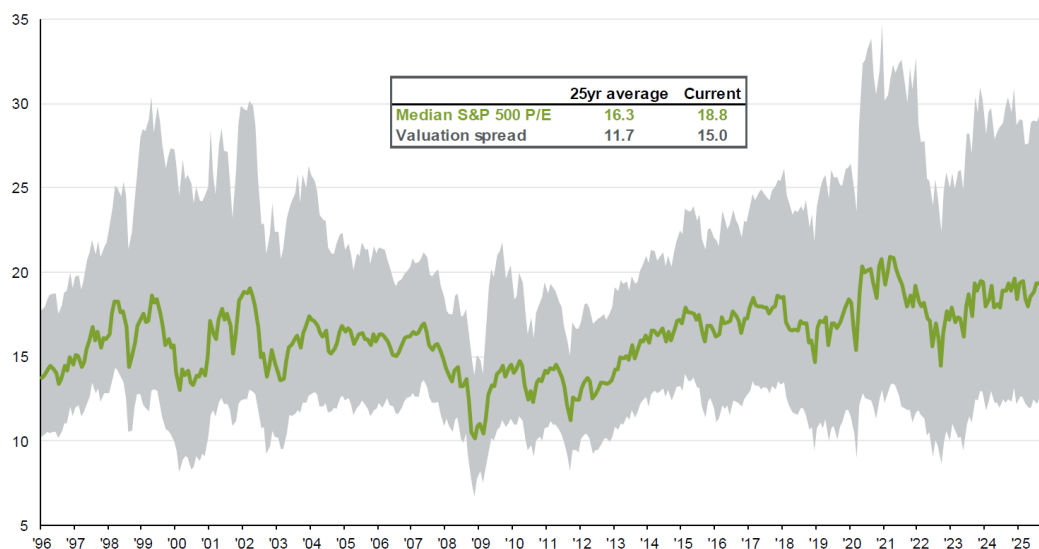
É possível que, 25 anos à frente, IA se torne algo muito maior do que hoje conseguimos imaginar, mas isso não significa que o caminho será fácil para os investidores. Tendo já incorporado IA no nosso processo de análise no dia a dia, está cada dia mais claro o quão transformacional pode ser essa tecnologia para diferentes tarefas e o quanto a evolução de novos modelos tem sido rápida. Entretanto, como investidores, o desenvolvimento da indústria ainda gera incertezas e, portanto, o risco associado a este tipo de investimento deveria demandar uma camada adicional de margem de segurança.

### Nosso trabalho neste ambiente

Os fatores acima também geram maior distorção no nível de avaliação de companhias do mercado, pois empresas com menor peso acabam preteridas, um celeiro excelente para o investidor atento. O nível de distorção de avaliação das empresas do índice está em patamar parecido ao do mercado no final de 1999 / início deste século. Assim como nos anos 2000, acreditamos que alguns setores, fora da narrativa de grande crescimento ou disrupção por IA, estejam negligenciados e apresentem boas oportunidades para investimentos.

#### Valuation dispersion

Dispersion between the forward P/E of S&P 500 stocks in the 20th and 80th percentile



Fonte: JP Morgan, Guide to the Markets

Uma das poucas coisas que conseguimos controlar, como investidores de valor, é a nossa reação em relação ao mercado. Neste sentido, acreditamos que a melhor forma de navegar o mercado atual é continuar procurando e investindo em empresas de alta qualidade, geridas por times fantásticos (e *investor-friendly*) e exigir uma boa margem de segurança, mesmo que em determinados momentos isso signifique reter um montante um pouco maior de caixa. Abaixo contaremos um pouco mais sobre recentes investimentos do fundo, que podem exemplificar melhor o que foi comentado acima.

## Breve atualização sobre o portfólio

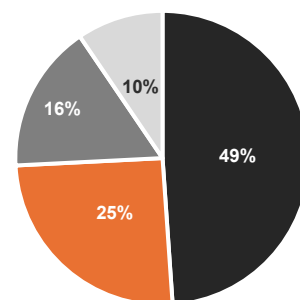
O período de integração resultou em mudanças consideráveis no portfólio, que ao final de maio era composto por 33 empresas. Terminamos o ano com investimento em 21 empresas e nossa expectativa é que as mudanças, daqui em diante, sejam apenas marginais.

Em nossa visão, o portfólio possui boa diversificação entre setores e geografias, protegendo, assim, o fundo de riscos específicos de alguma geografia. Com a venda de algumas posições ao longo do semestre, terminamos o ano com 13% em caixa, montante que pretendemos alocar em aumentar exposição nos novos ativos investidos do fundo, conforme ganhamos mais convicção com as teses, assim como novas (ou velhas) ideias que possam surgir ao longo do ano.

### Composição do portfólio por indústria

Indústria	Holdings	% Geo Flagship
Application Software	Microsoft, Constellation Software	8,9%
<b>Information Technology</b>		<b>8,9%</b>
Transaction & Payment Processing Services	Mastercard, Visa	8,0%
Financial Exchanges & Data	MSCI	5,9%
Research & Consulting Services	Moody's Corporation	3,7%
Investment Services	Brookfield Corporation	3,5%
Consumer Finance	Credit Acceptance	2,9%
<b>Financials</b>		<b>23,9%</b>
Distillers & Vintners	LVMH	4,2%
Hotels, Resorts & Cruise Lines	Airbnb, Booking	13,4%
Footwear	Nike	2,6%
<b>Consumer Discretionary</b>		<b>20,2%</b>
Interactive Media & Services	Alphabet	3,0%
Movies & Entertainment	Disney, UMG	7,7%
<b>Communication Services</b>		<b>10,8%</b>
Pharmaceuticals	Zoetis	6,1%
<b>Health Care</b>		<b>6,1%</b>
Research & Consulting Services	Equifax	4,5%
Diversified Support Services	Copart	3,5%
Trading Companies & Distributors	W.W. Grainger	2,1%
Passenger Ground Transportation	Uber Technologies	3,5%
<b>Industrials</b>		<b>13,6%</b>
Paper Products	Suzano	2,9%
<b>Materials</b>		<b>2,9%</b>
-	-	0,0%
<b>Consumer Staples, Energy, Real Estate, Utilities</b>		<b>0,0%</b>
<b>Caixa</b>		<b>13,6%</b>

### Receita da "Geo Holding" por geografia<sup>8</sup>



- Am. Do Norte
- Europe, O. Médio e África
- Ásia
- Restante do mundo

Atualmente, o portfólio atual do Geo Flagship é composto por empresas com margem mais alta, maior rentabilidade sobre o capital investido (ROIC) e crescimento de lucros projetado superior ao dos índices S&P500 e MSCI World, sem um grande prêmio de *valuation*. Se estivermos corretos sobre a projeção de nossas teses, é provável que este portfólio apresente uma performance superior à dos principais benchmarks no longo-prazo.

Comparação Métricas	Rev CAGR ('25-'30)	EPS CAGR ('25-'30)	Mg EBIT (Avg L3Y)	ROIC	P/E 2026	P/E 2030
<b>GEO Flagship</b>	<b>10.7%</b>	<b>13.7%</b>	<b>31.3%</b>	<b>29.1%</b>	<b>25.1x</b>	<b>10.5x</b>
S&P 500	6.6%	10.4%	26.8%	26.6%	25.8x	17.6x
MSCI World	4.2%	10.6%	25.5%	22.4%	20.5x	14.0x

<sup>8</sup> Uma outra forma que gostamos de olhar o Geo Flagship é como uma holding não-operacional de investimentos em ativos operacionais. A quebra da receita é composta pelo % indireto que a "Geo holding" detém da receita de cada empresa investida

Um outro prisma que gostamos de acompanhar é o histórico de performance financeira das empresas que compõe o portfólio hoje – ajustado pela participação do fundo em cada uma destas empresas. Conseguimos perceber que elas já entregam alta rentabilidade, previsibilidade, e baixa alavancagem quando comparado com os principais índices.

GEO vs S&P 500 vs MSCI World	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	S&P 500 2025	MSCI World 2025
Revenue Growth	15.7%	-4.7%	30.0%	23.5%	10.7%	9.9%	8.0%	13.7%	13.2%
ROIC	26.1%	19.4%	24.2%	27.2%	26.4%	28.4%	29.1%	26.6%	22.4%
Gross Margin	62.2%	60.8%	63.3%	63.3%	62.8%	63.7%	64.0%	50.2%	46.9%
Operating Margin	24.2%	17.4%	29.1%	30.5%	29.7%	31.9%	32.4%	26.8%	25.5%
FCF Conversion	78.4%	-138.5%	97.0%	97.2%	87.9%	70.6%	91.2%	79.0%	86.8%
Interest Coverage (mediana)	13.3x	13.2x	15.3x	12.9x	7.4x	9.5x	11.6x	7.8x	7.9x

Fonte: Capital IQ, GeoCapital, Goldman Sachs, Citigroup

Em relação aos resultados do ano, a estratégia do Geo Flagship encerrou 2025 com 9,6% de rentabilidade. No ano, as principais contribuições foram Alphabet, LVMH, Aura Minerals, ASML e Microsoft. Já os principais detratores foram Novo Nordisk, Equifax, Adobe, Zoetis e Diageo. Apesar da performance negativa no período, continuamos acreditando que Equifax e Zoetis têm teses sólidas e boa relação risco-retorno nos preços atuais. Incorporando as novas notícias / alterações sobre percepções iniciais em nossos cases, decidimos por desinvestir de Aura, ASML, Novo Nordisk, Adobe e Diageo.

#### Geo Flagship

Top 5 contribuições		Top 5 detratores	
Alphabet (GOOG)	+2.81%	Diageo	-0.71%
LVMH	+1.97%	Zoetis	-0.75%
Aura Minerals	+1.78%	Adobe	-0.79%
ASML	+1.65%	Equifax	-0.87%
Microsoft	+1.23%	Novo Nordisk	-1.89%
<b>Subtotal</b>	<b>+9.44%</b>	<b>Subtotal</b>	<b>-5.01%</b>
<i>Demais posições</i>	<i>+5.13%</i>		
<b>Total Geo Flagship</b>	<b>+9.56%</b>		

Ao longo do semestre realizamos 12 novos investimentos, dos quais 10 permaneciam no fundo no final de 2025. Destes, 6 investimentos – MSCI, Richemont, W.W. Grainger, Constellation Software, Credit Acceptance e Moody's – são “velhos conhecidos” do time, pois já fizeram parte da cobertura ou foram investidas pela Geo no passado e apresentam um retorno adequado. Outros 4 investimentos – Uber, Brookfield, Suzano e Copart – são empresas novas em nossa cobertura, que além de um retorno adequado, apresentam todas as características qualitativas que buscamos. Vamos comentar um pouco mais sobre alguns destes novos investimentos abaixo.

Também investimos em ações da Aura, mineradora de ouro com operações na América Latina, e Semrush, empresa de software americana com foco em SEO (*Search Engine Optimization*). Ambos estes investimentos geraram resultados positivos ao fundo e foram desinvestidos por motivos distintos: No caso de Aura, a valorização de 100% nas ações da empresa durante o segundo semestre alterou a equação de risco-retorno que julgávamos adequada e, portanto, optamos pelo desinvestimento do ativo. Já a Semrush, que era uma ideia nova e, portanto, ainda em fase final de diligência e de construção de convicção, aceitou uma oferta de aquisição pela Adobe um mês após nosso investimento inicial – a valorização de 58% do preço das ações desde nossa aquisição foi sem dúvida uma notícia positiva, mas lamentamos o *timing*, pois poderíamos ter tido uma posição significativamente maior, que não ultrapassou 1,5% do Geo Flagship.



## Copart

Com um market cap. de USD40 bilhões, a Copart é a principal empresa de leilões de veículos sinistrados, principalmente os considerados “perda total”, nos Estados Unidos e ao redor do mundo. A companhia opera uma rede de *salvage yards* (com mais de 10 mil acres) utilizadas para armazenar veículos antes de serem colocados em leilão por meio da plataforma online de lances da Copart, chamada VB3. Segundo o site da empresa, a Copart disponibiliza diariamente mais de 265 mil carros para leilão, armazenados em seus 200+ *salvage yards*, e vende mais de 3 milhões de veículos por ano para compradores de 190+ países.

A Copart é uma empresa com um *moat* difícil de replicar, baseado em estoque de terrenos acumulado ao longo de décadas, efeitos de rede e escala. Com isso, este mercado se desenvolveu ao redor de um duopólio entre Copart e IAA, que possuem, em conjunto, ~85% de *market share*. Nos últimos 10 anos a Copart cresceu sua receita 13,4% a.a., com um ROE médio de ~30%.

A ação caiu ~35% de seu *All Time High*, em nossa visão por três principais receios do mercado:

**(i) impacto de AV (*autonomous vehicles*) no longo prazo:** por aumentar a segurança dos veículos e diminuir o número de acidentes, AVs talvez sejam o maior risco estrutural para o setor, mas sua penetração relevante (se ocorrer) só deve ser no fim da década de 2030, o que limita o impacto no curto e médio prazo

**(ii) potencial perda de *market share* para a concorrente IAA:** Copart possui ~50% de share vs. ~35% da IAA e essa distância pode diminuir após um turnaround bem executado da IAA. Isso deveria ser um passo natural de mercado, dado o desejo das seguradoras de não concentrar seus negócios em um único provedor de serviços

**(iii) uma performance mais fraca de volume recentemente:** ciclo pós pandemia elevou prêmios das seguradoras, o que aumentou o número de carros sem seguros, algo que deve se normalizar nos próximos semestres.

A Copart negocia a 24x lucro estimado para os próximos 12 meses, um desconto para a média de 30x dos últimos 10 anos e em linha com a média histórica de negociação dos últimos 20 anos.

## Credit Acceptance

Fundada em 1972, a Credit Acceptance (CACC) oferece soluções financeiras para concessionárias de automóveis usados nos Estados Unidos. Suas soluções de financiamento com foco no segmento subprime (FICO 500-600) e deep subprime (FICO <500) permitem às concessionárias a venda de veículos para consumidores com credit score baixo/inexistente, otimizando a rentabilidade e giro de estoque de seus negócios, ao mesmo tempo em que afastam a CACC do nicho mais competitivo de *prime auto lending*, onde predominam os grandes bancos do país.

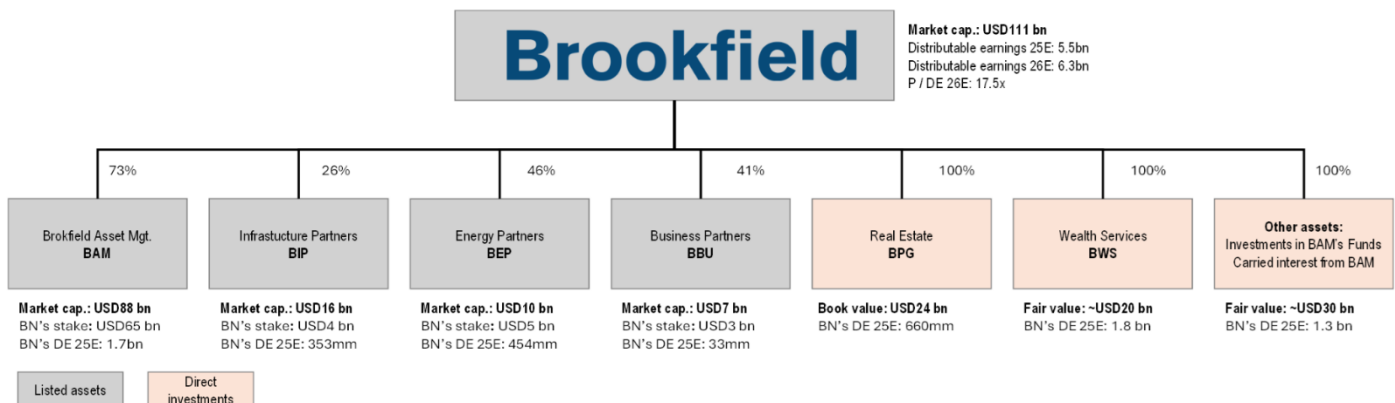
A tese de investimentos é baseada em três pilares principais: (i) modelo de incentivo para concessionárias difícil de replicar; (ii) ampla população sem/com pouco histórico de crédito; e (iii) histórico impressionante de disciplina e conservadorismo na estrutura de capital, dentro de um mercado difícil de operar.

Mesmo em um mercado cíclico e com dinâmicas erráticas de preço de veículos e capacidade financeira de seu público-alvo após a pandemia, a CACC cresceu sua receita e lucro 10% a.a. e entregou um ROE próximo de 30% nos últimos 15 anos. A empresa possui um *market cap.* de US\$5,2 bilhões e negocia a 9x lucro estimado para os próximos doze meses, em linha com o histórico.

## Brookfield

Com um histórico de mais de 125 anos e operação em mais de 50 países, a Brookfield é uma das principais firmas globais de investimentos, com mais de USD1 tri de ativos sob gestão. A Brookfield se divide em 4 estratégias principais: (i) Asset Management (“BAM”), com foco em ativos alternativos, de Private Equity e Real Estate a Private Credit; (ii) Wealth Solutions, principalmente focada em seguros de vida individuais (“BWS”); (iii) investimentos diretos em Real Estate (“BPG”); e (iv) Listed Operating Businesses, representados por participações diretas e de capital permanente em negócios operacionais de Infraestrutura (“BIP”), Energia (“BEP”) e Private Equity (“BBU”).

Entre suas diversas fortalezas, os negócios operacionais da Brookfield oferecem um *pool evergreen* de capital proprietário relevante (hoje em USD180 bi) para reinvestimento com o objetivo declarado de entregar 15%+ de retorno de capital anualizado aos acionistas. Nos últimos 25 anos, a Brookfield entregou 17% crescimento de EBIT, 20% retorno anualizado de suas ações e sua base de ativos sob gestão cresceu 19% ao ano, saindo de USD15 bi para USD+1tri em 2025.



Nossa tese de investimentos se baseia em cinco pilares principais:

- Tendência secular de aumento de investimentos alternativos:** Clássico portfólio 60% equities / 40% bonds está em um caminho para se tornar 50% equities / 30% bonds / 20% alternatives
- Modelo de negócios *asset light* e escalável**
- Histórico comprovado de *owner / operator*, não apenas um investidor financeiro**
- Escala como forma de diferenciação:** em captação e concorrência de grandes projetos
- Opcionalidade relevante da % do *carried interest* da BAM detido pela Brookfield Corporation:** como parte do seu acordo de spin-off, a Brookfield reteve uma parcela do *carried interest* (fee de performance) dos fundos da BAM. Esta é uma opcionalidade de fluxo adicional difícil de projetar e com pouco valor atribuído pelo mercado, mas que pode representar um valor relevante para o investidor dependendo do sucesso dos fundos da BAM

## Uber

Com um market cap. de US\$175 bi, a Uber é uma empresa com marca mundialmente conhecida, dividida em três segmentos: (i) *Mobility* – serviço mais tradicional e conhecido, (ii) *Delivery* – principalmente de comida e (iii) *Frete* – principalmente através de parcerias B2B, sendo os dois primeiros conhecidos como *core business*. Sua principal vantagem competitiva está na escala adquirida ao longo de anos, que a consolidou como o principal player global de *mobility*. Ao expandir sua operação para o business de *delivery*, a companhia passou a potencializar sua escala e *network effect*, fortalecendo o negócio de *Mobility* como um ecossistema integrado em um único aplicativo. Após anos crescendo a taxas elevadas, o futuro da companhia, diferente do seu passado, indica um cenário que ainda sustenta alto crescimento, mas agora de forma bastante rentável, que é o principal foco do management.

Durante o ano de 2025, a ação chegou a subir c. 60%, atingindo seu ATH, mas agora se encontra -20% dessa marca, devido a uma maior preocupação do mercado com AVs, expansão de margem e uma deterioração do ambiente macroeconômico americano.

A tese da Uber se baseia em três pilares principais:

- Escala e liderança em *Mobility*;
- Ecossistema integrado, com efeito lock-in para diferentes serviços;
- Modelo de negócios *asset light* e rentável: quase 90% do lucro hoje é convertido em caixa em um modelo com expansão relevante de margem esperada.