

Carta do Primeiro Semestre de 2025

Caros investidores,

No primeiro semestre de 2025, o Geo Fund (“Geo Flagship”) teve uma alta de 3,4% em comparação com 9,5% do MSCI World. Nos últimos 60 meses o Geo Flagship apresentou um retorno de 70,5% (11,3% anualizado) vs. 97,2% do MSCI World (13,8% anualizado). Considerando que, em nossa opinião, o “risco” está associado à probabilidade de perda permanente de capital, entendemos que os retornos mencionados acima foram atingidos com baixo risco. Ainda assim, não estamos satisfeitos em ficar abaixo dos índices de mercado em janelas longas.

Geo Flagship	CoC (USD)	% Anualizado
LTM	1,0x	2,9%
36M	1,4x	12,8%
60M	1,7x	11,3%

Esperamos que ao longo desta carta possamos transmitir aos nossos investidores as mudanças de alguns dos conceitos que nortearão, a partir de agora, a seleção de ativos e a tomada de decisão do time da GeoCapital. Também buscamos atualizá-los sobre o desempenho e os desenvolvimentos dos ativos que compõem nosso portfólio, assim como reforçar as razões pelas quais mantemos confiança no retorno prospectivo do fundo nos próximos anos.

Aproveitamos ainda para informar que seguiremos um rito de atualizações mais profundas sobre nossa gestão por meio de cartas semestrais, intervalo que consideramos adequado para apresentar conteúdos relevantes. De forma alguma isso altera a disponibilidade, e a vontade, de todo o time em receber os investidores para tratar sobre dúvidas ou discutir em detalhes as empresas de nossa cobertura. Acreditamos que a base qualificada e ativa de nossos investidores é um grande diferencial da GeoCapital, e sua contribuição ajuda a enriquecer nossos debates internos.

Aquisição pela HIX Capital:

No dia 09 de junho comunicamos aos nossos investidores a alienação de parte das quotas da GeoCapital (“Geo”) para a HIX Participações, empresa que controla a HIX Capital, uma gestora independente de investimentos em ações e *Private Equity* no Brasil. Fundada em 2012, a HIX Capital compartilha princípios de negócio e investimento muito alinhados aos da Geo, como disciplina analítica, visão de longo-prazo, busca por empresas bem geridas, com modelos de negócios resilientes, rentáveis, com potencial de crescimento e margem de segurança.

Ao final de julho, completamos 50 dias de operação conjunta com a HIX Capital e a Geo já está completamente integrada do ponto de vista operacional. Esse período de integração foi aproveitado para reavaliar nossos princípios de investimentos, repensar processos, conduzir, em conjunto, uma revisão dos ativos que compõem a carteira dos fundos da Geo e reforçar as diversas qualidades da gestora. Saímos destas interações otimistas quanto aos potenciais resultados que as mudanças propostas podem trazer ao dia a dia do time. Além disso, a cultura de trabalho colaborativa nos surpreendeu positivamente e reforça nosso entusiasmo com as contribuições que o time da HIX Capital pode agregar à Geo, que segue com equipe de investimento dedicada. O time de investimentos permanece sócio, com participação relevante e maior do que detinha antes da transação, do capital da gestora, e com parcela substancial de seu patrimônio investido nos fundos.

Os princípios da “nova” Geo

Alinhamento de interesses é crucial e isso não muda

Acreditamos que o alinhamento de interesses entre gestores e investidores é a única forma de mitigar quaisquer potenciais conflitos de interesses que possam surgir da atividade de gestão de capital de terceiros. Para nós, este alinhamento só é efetivamente construído quando uma parte substancial do capital próprio dos sócios está investida, em igualdade de condições, com seus investidores, os incentivos da equipe estejam alinhados com objetivos de longo-prazo e quando priorizamos a contratação de pessoas de alta integridade que compartilhem destes mesmos valores. Esse princípio segue inalterado: os sócios da Geo¹ continuam sendo os principais investidores individuais da gestora e investindo lado a lado com seus LPs.

Nosso objetivo é encontrar investimentos em empresas de qualidade com bom retorno ajustado ao risco, com horizonte de longo prazo

Mantemos a convicção de que o conhecimento profundo das empresas nas quais investimos, aliado a um portfólio concentrado em negócios de alta qualidade, tende a proporcionar retornos mais consistentes no longo-prazo. No entanto, entendemos que esse universo não deve se restringir a um número fixo de 60 companhias, tampouco desconsiderar que pressões competitivas ou mudanças internas possam alterar a percepção de qualidade dos modelos de negócio das empresas.

Com o intuito de mantermos a disciplina e não desviarmos de nosso círculo de competência, estabelecemos uma lista de princípios fundamentais de investimento – nossos *Tenets* – que devem nortear a gestão da Geo daqui para frente. Estes *Tenets* definem as características essenciais que buscamos em nossos investimentos, refletindo a postura defensiva e o foco em preservação de capital na construção do portfólio.

- | | |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Procuramos empresas dominantes com barreira de entrada relevante, difíceis de replicar e com modelos de negócios que conseguimos compreender; • Como sócios, a avaliação sobre o time que está à frente do negócio é essencial, assim como a governança das decisões; • Reavaliamos riscos específicos das empresas e tese de investimentos de forma constante e criteriosa; • Buscamos negócios resilientes, bem capitalizados e com geração de caixa previsível; • Entendemos que crescimento combinado com alto retorno sobre capital (ou necessidade mínima de capital) é o santo graal dos bons negócios; | <ul style="list-style-type: none"> • “<i>This time is different</i>” pode ser uma grande armadilha; • Preferimos uma carteira concentrada em 15-25 ativos que conhecemos profundamente; • Investimos apenas quando consideramos que o <i>valuation</i> oferece a margem de segurança adequada; • Não praticamos <i>market timing</i> nem operamos baseados na teoria de “<i>greater fool</i>”; • Nosso foco não está em benchmarks de curto prazo, mas sim em retorno absoluto de longo-prazo. Objetivo de multiplicar o capital em pelo menos 2 vezes em um horizonte de 5 a 7 anos nas empresas nas quais investimos. |
|--|--|

Prezar sempre pela mentalidade do dia 1

Em sua famosa carta aos acionistas de 1997², Jeff Bezos apresentou sua visão sobre o “Dia 1” da Internet e como, se a Amazon executasse bem sua estratégia, aquele também seria o dia 1 da companhia. Para a Geo, o “Dia 1” simboliza uma cultura baseada em empreendedorismo constante, obsessão pelo aprendizado contínuo e compromisso inegociável com a composição de capital evitando investimentos que possam gerar perda permanente de capital.

¹ Sócios fundadores que deixaram o quadro societário continuam como investidores relevantes, ao lado dos sócios atuais da Geo

² https://media.corporate-ir.net/media_files/irol/97/97664/reports/Shareholderletter97.pdf

Anos depois, questionado sobre como seria o dia 2 da Amazon - uma vez que a empresa se mantinha no Dia 1 desde 1997 - Jeff Bezos respondeu em sua carta de 2016³:

“Day 2 is stasis. Followed by irrelevance. Followed by excruciating, painful decline. Followed by death. And that is why it is always Day 1.”

Acreditamos ser fundamental preservar e fortalecer a cultura do “Dia 1” e que processos desenvolvidos à medida que a empresa amadurece não sejam tratados como o objetivo para comprovar trabalho, mas sim apenas ferramentas que aprimoram o resultado do trabalho, e que por isso, devem ser constantemente revisitadas e aprimoradas.

Mudanças na gestão de portfólio

Com a integração à HIX Capital, o modelo de gestão será redesenhado para uma estrutura mais colegiada, com participação mais ativa de todo o time de investimentos, seguindo formato semelhante ao utilizado na área de ações brasileiras da HIX. Unidos por um objetivo comum de melhorar a equação de risco e retorno do portfólio, as discussões em formato de um verdadeiro comitê de investimentos se provaram mais profundas e com maior controle de vieses comportamentais individuais. Este comitê de investimentos será liderado pelo Arthur Siqueira (sócio e gestor da GeoCapital desde 2015) e Pedro Cury (analista e sócio da HIX Capital desde 2019), sob supervisão de Rodrigo Heilberg, sócio-fundador e CIO da HIX Capital.

Principais aprendizados dos últimos 5 anos da Geo

Como parte de um processo natural de *post-mortem*⁴, aproveitamos a integração com a HIX Capital para aprofundar sobre os principais detratores de performance dos fundos da Geo e os erros cometidos pelo time de gestão, que foram responsáveis por um retorno acumulado abaixo de 2x o capital investido (CoC) em um intervalo de 5 anos.

1. A gestão aumentou a posição em caixa do fundo após a queda do mercado entre fevereiro e março de 2020, primeiras semanas da pandemia do COVID-19, o que prejudicou a performance do fundo na retomada do mercado, caracterizando uma tentativa de *time the market*;
2. Em duas situações distintas o time não exigiu a margem de segurança adequada e/ou reavaliou de forma constante e criteriosa alguns de seus investimentos:
 - a. Investimentos precoces em companhias em estágios iniciais de processos de turnaround ou em meio a mudanças significativas em seus ambientes competitivos. O tempo e as dificuldades necessárias para os ajustes nestas companhias foram subestimados, resultando muitas vezes em atrasos ou em um grande *de-rating* de seus múltiplos de negociação;
 - b. O time de gestão demorou a identificar que parte dos bons resultados reportados por determinadas empresas durante a pandemia não tinha caráter estrutural. Com a normalização das projeções de crescimento de lucro nos anos seguintes, essas ações sofreram correções relevantes;
3. Ao longo dos últimos anos a Geo fez investimentos fora do círculo de competência, buscando empresas em estágios mais iniciais de maturação. Isso incluiu empresas que, embora expostas a tendências seculares, não apresentavam modelos de negócios resilientes nem vantagens competitivas duradouras, conforme definido originalmente na filosofia de investimento;
4. O time de investimentos demorou para entender que o setor de tecnologia era composto por diversas empresas, principalmente as empresas reconhecidas como "Magnificent Seven" (ou Mag7)⁵, que detinham diversas das características buscadas pela Geo e poderiam compor uma parte ainda mais

³ https://s2.q4cdn.com/299287126/files/doc_financials/annual/2016-Letter-to-Shareholders.pdf

⁴ O principal objetivo de um exame de *post-mortem*, também conhecido como autópsia, é determinar a causa da morte de um indivíduo. As informações disponíveis no mercado acionário, ao longo do tempo, oferecem um rico terreno para uma profunda reflexão sobre eventuais erros que poderiam ter sido evitados em um processo de investimentos bem desenhado, sejam eles na análise ou em vieses comportamentais.

⁵ Termo criado pelo analista do Bank of America, Michael Hartnett, para descrever um grupo de 7 empresas de tecnologia, Apple, Amazon, Microsoft, Alphabet (Google), Meta, Nvidia e Tesla que foram responsáveis por parte relevante da performance do S&P nos últimos 5 anos.

relevante de sua carteira. Com a consolidação de negócios dominantes, diversas vantagens competitivas e geração de caixa previsível e resiliente, estas empresas foram responsáveis por grande parte do crescimento de lucro e valorização das ações do mercado. Nos últimos cinco anos, a participação de empresas de tecnologia no Geo Flagship variou entre 2-10%, enquanto no S&P essa exposição oscilou entre 25-30%⁶;

O objetivo principal deste processo, que repetiremos frequentemente, é o da melhoria contínua dentro de nosso processo de investimentos, identificando eventuais “pontos cegos” e diminuindo a probabilidade de recorrência – incluindo ajustes nos princípios de investimento, quando necessário. Sem perder o foco, aproveitamos este novo ciclo para digerir em detalhes esses aprendizados, corrigir a rota e apontar as velas em direção a ventos ainda mais favoráveis.

Breve atualização sobre o mercado

O início de 2025 foi marcado por alta volatilidade nos mercados de risco globais. Além dos impactos decorrentes da guerra na Ucrânia e os conflitos entre Israel e Irã, as tarifas propostas pelos Estados Unidos sobre importações e o aumento das restrições comerciais à China ampliaram o nível de incerteza quanto às mudanças estruturais no arranjo global de comércio e seus potenciais efeitos sobre o crescimento das economias ao redor do mundo.

O anúncio, em abril, do aumento das tarifas de exportação pelos Estados Unidos - medida que permanece em vigor após várias rodadas de negociações bilaterais sem acordo definitivo - pode impactar de forma relevante o status quo das relações comerciais em um mundo globalizado. Essa mudança pode reconfigurar as cadeias produtivas que levaram anos para atingir o equilíbrio atual, pressionando preços e aumentando a incerteza para novos investimentos corporativos em escala global. Como de praxe, o mercado busca antecipar os potenciais desdobramentos desse “jogo de xadrez” geopolítico nos resultados futuros da economia e das empresas, gerando reações imediatas no preço de ativos ao redor do mundo. Movimentos recentes, como a redução na exposição a títulos do tesouro americano, a desvalorização do dólar frente a outras moedas fortes e o aumento do preço do ouro, demonstram um sinal de enfraquecimento dos EUA como *safe haven* para investimentos.

Uma anedota do nível de incerteza enfrentado pelos mercados ocorreu em 9 de abril, quando um proeminente banco americano divulgou um relatório projetando recessão na economia americana como consequência direta das tarifas anunciadas. Apenas 73 minutos depois, essa projeção foi revertida em um novo relatório, após o presidente Donald Trump anunciar uma suspensão de 90 dias implementação das tarifas.



US Economics Analyst: Moving to a Recession Baseline (Hatzius / Mericle / Phillips / Walker)
 9 April 2025 | 12:57PM EDT

- Last weekend, we said that we expected to change our forecast for the US economy to a recession if the country-specific tariffs scheduled for April 9 took effect. This morning, those tariffs and a further exchange of retaliatory tariffs between the US and China went into effect.
- We now expect the US's effective tariff rate to rise by at least 20pp and are forecasting a recession with a 12-month probability of 65%. We think the White House is unlikely to quickly reverse most of the new tariffs, but our probability of recession would decline if it does.

and 73 minutes later...



USA: President Trump Announces 90 Day Pause; Reverting to Our Previous Non-Recession Baseline
 9 April 2025 | 2:10PM EDT

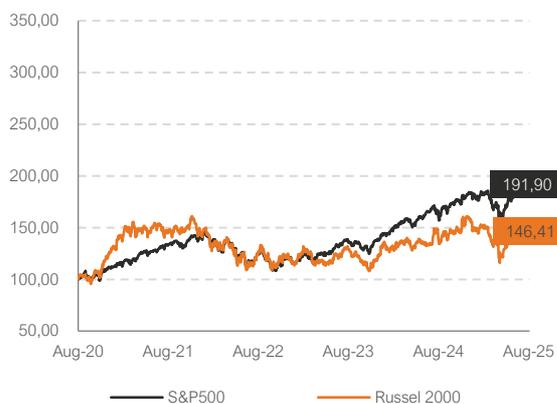
BOTTOM LINE: President Trump has announced a 90 day pause on the additional country-specific portion of the “reciprocal” tariff. This leaves in place all prior tariffs and the 10% minimum portion of the reciprocal tariff, and we continue to expect additional sector-specific tariffs. Together, these tariffs are likely to sum to something close to our previous expectation of a 15pp increase in the effective tariff rate. As a result, we are reverting to our previous non-recession baseline forecast with GDP growth of 0.5% and a 45% probability of recession.

⁶ Utilizando a mesma segmentação do índice S&P500 para definir empresas de tecnologia da informação

Entre as diversas perspectivas que analisamos, destacou-se a visão de Howard Marks em um memo recente e em entrevista à Bloomberg em abril. Marks traz uma abordagem clara e objetiva para lidar com o atual cenário econômico, ressaltando que a incerteza é inerente aos mercados e que nenhuma análise, por mais sofisticada que seja, é capaz de prever o futuro com absoluta convicção. Em vez de tentar antecipar grandes movimentos macroeconômicos, ele sugere uma atitude pragmática, priorizando a seleção criteriosa de ativos e o controle rigoroso dos riscos, considerando múltiplos cenários e diferentes níveis de preço. Para Marks, reconhecer as limitações das previsões e manter disciplina emocional diante da volatilidade é mais importante do que confiar em modelos que se mostram frágeis diante de eventos inesperados⁷.

Apesar da volatilidade, 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 boa parte da geração de valor do índice nos últimos anos, além de uma nova onda de investimentos em empresas expostas ao mercado de Inteligência Artificial. Nos últimos 5 anos, as Mag7 acumularam alta de 233% frente a 69% do S&P500 e 142% do Russel 2000 (ex-Mag7), com destaque para as ações da Nvidia, cujo valor se multiplicou por quase 14x nos últimos 5 anos.

Performance do S&P500 e Russel 2000



Fonte: Bloomberg e GeoCapital

Performance das Mag7 e dos índices ex-Mag7

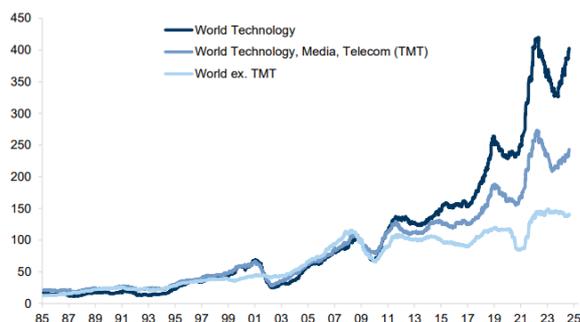


Fonte: Goldman Sachs

O resultado impressionante destas empresas não nos parece fruto de especulação, mas reflexo de um crescimento de lucros significativamente maior que as demais empresas do S&P500. Atualmente, elas representam pouco mais de 30% da composição do índice, ante 12,5% em 2015.

Exhibit 1: Tech earnings have outstripped those of the global market

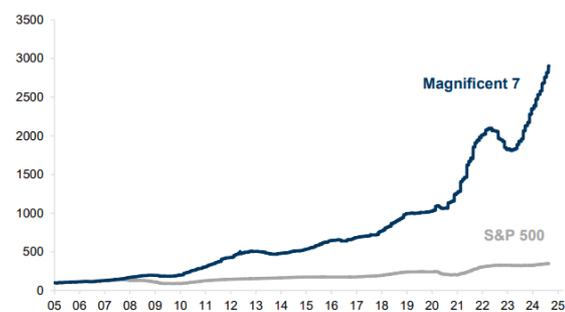
12m Trailing EPS (USD). Indexed to 100 on Jan-2009.



Source: Datastream, Worldscope, Goldman Sachs Global Investment Research

Exhibit 2: The 'Magnificent Seven' earnings have outstripped the broader US market

Magnificent Seven and S&P 500, 12m trailing EPS. Indexed to 100 on Jan-2005



Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

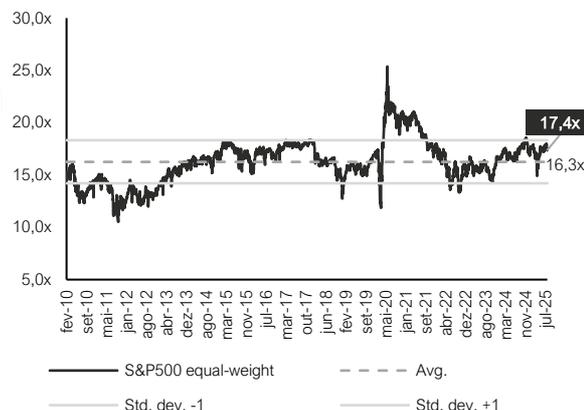
⁷ Link memo: <https://www.oaktreecapital.com/insights/memo/nobody-knows-yet-again>; Link entrevista: <https://www.youtube.com/watch?v=KpnUyGM5M-I>

É cada vez mais comum ouvir que a avaliação da bolsa americana está "cara" ou que estamos próximos de uma nova bolha, com múltiplos de negociação próximos aos observados na bolha da internet dos anos 2000 e quase dois desvios-padrão acima da média dos últimos 25 anos. Gostaríamos de oferecer um diferente prisma ao utilizar o S&P *equal-weight* como comparação histórica dos múltiplos das empresas do índice, ou seja, retirando o peso relevante que as Mag7 se apropriam no índice atual.

S&P 500



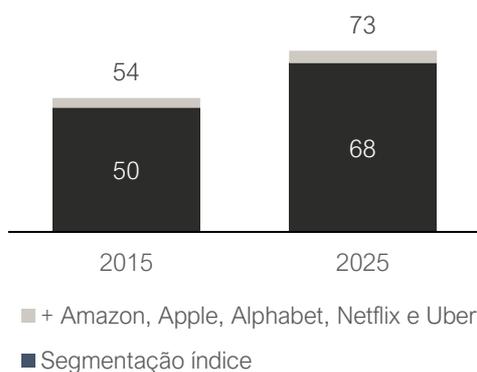
S&P 500 *equal-weight*



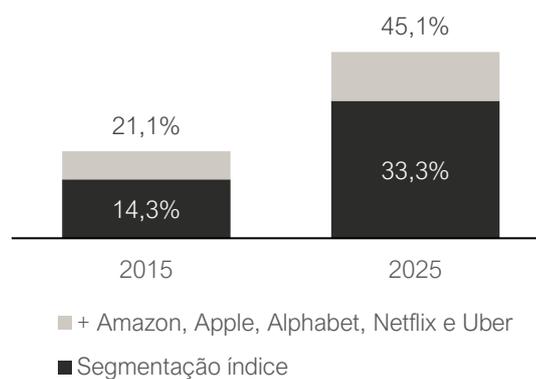
Fonte: Bloomberg e GeoCapital

Observa-se que o múltiplo das empresas da bolsa americana permanece mais próximo da média histórica do S&P500, mesmo com a maior participação de empresas de tecnologia – segmento que, por seu modelo de negócios, tende a apresentar maior recorrência de receita, rentabilidade e crescimento, justificando múltiplos de Preço / Lucro mais altos. No gráfico a seguir, incluímos ao peso no índice com a quebra do S&P e com uma quebra incluindo algumas empresas relevantes que o índice segmenta fora do setor de tecnologia, mas que em nossa visão deveriam ser considerados dentro deste segmento.

de empresas de tecnologia no índice



Peso no índice de empresas de tecnologia



Fonte: Bloomberg e GeoCapital

Não temos a pretensão de usar uma simplificação, ao olhar apenas o P/E histórico do índice S&P500, para determinar o nível de avaliação atual do mercado americano, principalmente quando comparado aos riscos e incertezas macroeconômicas que atravessamos. Apesar de existirem justificativas para a aparente benevolência dos investidores (representada por múltiplos de negociação maiores que os históricos), acreditamos que a gestão ativa e criteriosa de ativos é a melhor forma de proteção e rentabilização do capital de nossos investidores.

Breve atualização sobre o portfólio

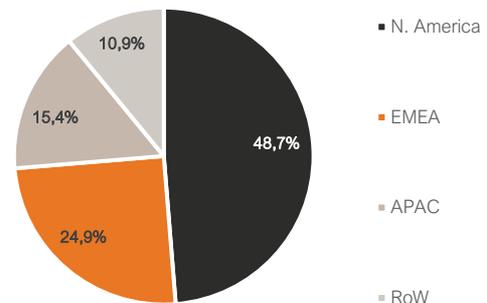
Após este panorama geral, consideramos oportuno apresentar os resultados da revisão de portfólio que fizemos ao longo deste período de integração. É importante lembrar que a preservação de capital permanece como um dos pilares centrais da nossa gestão. A busca por modelos de negócios resilientes é, em nossa visão, a melhor forma de aumentar a probabilidade de geração de resultados consistentes ao longo do tempo, reduzindo o risco perda permanente de capital.

Desde o anúncio da parceria com a HIX, aumentamos a concentração em algumas de nossas principais teses, reduzindo ou desinvestindo de empresas cuja resiliência poderia ser menor em cenários adversos. No início de agosto, temos investimentos em 25 empresas vs. 31 empresas no final de maio, o P/E 2025E e o *duration*⁸ ponderados do portfólio diminuíram para 24,4x e 16,6 anos, respectivamente (vs. 26,8x e 18,6 anos, caso nenhuma mudança tivesse ocorrido no período). Após estas mudanças, o portfólio segue com boa diversificação entre diferentes indústrias e geografias.

Composição do portfólio por indústria

Indústria	Holdings	% Geo Flagship
Software	Microsoft, Adobe	15,0%
Semicondutores	ASML Holding	
Tecnologia da informação		
Serviços de pagamento	Mastercard, Visa	10,3%
Bolsas e índices	MSCI, Cboe	
Seguros	Berkshire	
Financeiro		
Marcas de consumo	LVMH	22,1%
Hotéis e agências de viagem	Airbnb, Booking	
Varejo de vestuário	Inditex	
Consumo		
Mídia e serviços	Alphabet, Meta	13,0%
Cinema e entretenimento	Disney, UMG	
Serviços de comunicação		
Life Sciences	Thermo Fisher, Sonova	13,4%
Farmacêutico	Novo Nordisk, Zoetis	
Saúde		
Serviços de consultoria e research	Equifax	13,9%
Agricultura e máquinas agrícolas	Deere & Co	
Produtos de construção	Assa Abloy	
Industriais		
Ouro e cobre	Aura Minerals	3,3%
Commodities		
ETFs e caixa		9,1%

Receita da "Geo Holding" por geografia⁹



Nesse primeiro momento, essas mudanças resultaram também em uma posição de caixa maior, que deverá ser alocada ao longo do semestre, à medida que identificarmos novas oportunidades de investimento com relação de risco-retorno atrativas para o fundo.

Atualmente, o portfólio da Geo negocia a múltiplo de preço / lucro semelhante ao do S&P500 e MSCI World, apesar de composto por empresas com margem mais alta, maior rentabilidade sobre o capital investido (ROIC) e crescimento de lucros projetado superior ao destes índices. Se estivermos corretos sobre a projeção de nossas teses, é provável que este portfólio apresente uma performance superior à dos principais benchmarks.

	P/E FWD '25	P/E FWD '30	Mg EBIT	ROIC	EPS ('24-'30)
GEO Flagship	24,4x	11,7x	26,5%	27,0%	14,4%
S&P 500	24,7x	16,2x	15,2%	14,6%	11,4%
MSCI World	23,3x	15,5x	13,2%	13,4%	8,6%

Fonte: Capital IQ e GeoCapital

⁸ *Duration* calculada pela média dos fluxos futuros projetados do portfólio trazidos a valor presente pela taxa interna de retorno de um fluxo "perpétuo" dos fluxos de cada uma das empresas

⁹ 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

Em relação aos resultados do ano, abaixo detalhamos as principais contribuições. O principal destaque negativo foi Novo Nordisk, cujas ações caíram 45% em 2025, refletindo revisões nas projeções de crescimento e a notícia de que formulações manipuladas de semaglutida continuariam sendo ofertadas nos EUA, apesar de restrições regulatórias. Temos discutido o caso de forma aprofundada e acreditamos que a queda foi exagerada. Vemos boa relação risco/retorno nos preços atuais, mesmo considerando a pressão competitiva da Eli Lilly e a concorrência das formulações manipuladas. O múltiplo de P/E atual da empresa está em aproximadamente 13x, próximo a múltiplos históricos de empresas do setor passando por períodos de queda abrupta de receita e lucro em função da perda de exclusividade de patentes importantes do portfólio – que não é o caso da Novo Nordisk. Descrevemos abaixo um pouco mais sobre a nossa tese de Novo Nordisk.

Geo Flagship – YTD Jun

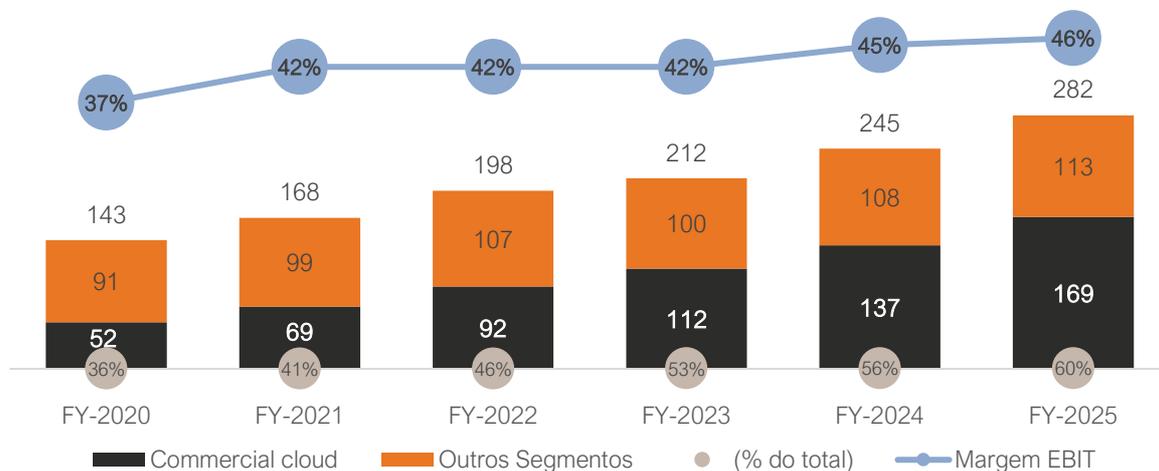
Top 5 contribuições		Top 5 detratores	
Microsoft Corporation	1.4%	Novo Nordisk A/S	(0.9%)
Deere & Company	1.1%	Diageo plc	(0.7%)
Intercontinental Exchange, Inc.	0.8%	LVMH Moët Hennessy - Louis Vuitton	(0.7%)
Universal Music Group N.V.	0.7%	The Estée Lauder Companies Inc.	(0.6%)
ASML Holding N.V.	0.7%	Alphabet Inc.	(0.4%)
Sub-total	4.7%	Sub-total	(3.3%)
Demais posições		1.9%	
Total Geo Flagship		3.4%	

Teses de Microsoft, LVMH e Novo Nordisk

Microsoft

A Microsoft é uma das empresas mais valiosas do mundo, com um valor de mercado perto de \$4tri e uma receita anual de \$282bi em 2025. A empresa é um conglomerado de tecnologia presente em praticamente todos os elos da cadeia de tecnologia corporativa, dos quais merecem destaque o pacote M365 Commercial Cloud - que engloba o Office e o Teams – e o Azure, que são responsáveis pela maior parte da receita do Commercial Cloud da empresa. A receita cresceu 15% a.a. desde 2020, sendo que o Commercial Cloud cresceu 27% no mesmo período, com margens operacionais acima de 40% nos últimos cinco anos.

Receita e margens históricas (USD bi e %)

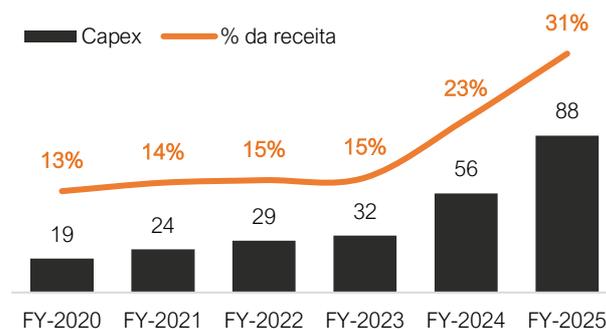


O Microsoft 365 Commercial Cloud é o pacote de aplicativos de produtividade em nuvem para empresas e atualmente corresponde por aproximadamente 27% da receita combinada da Microsoft. Esse pacote inclui as ferramentas do Office mais conhecidas como Word, Excel e Powerpoint e, também, aplicativos de colaboração e segurança, como o Sharepoint, Teams e o Defender. Vale destacar a ampla capilaridade de distribuição dos produtos, sustentada por um ecossistema de mais de 500 mil distribuidores certificados.

Vemos nesse produto vantagens competitivas altas e persistentes, uma vez que o pacote Office está amplamente difundido e é a plataforma de trabalho padrão no ambiente corporativo no mundo. Mesmo com uma escala relevante de mais de 400 milhões de usuários, a Microsoft tem conseguido aumentar a sua base de assinantes e o gasto por assinante através oferta de mais aplicativos ao longo do tempo, como o Copilot, Business Chat e Teams Premium, que recentemente foram incorporados a oferta do M365. Nos últimos dois anos a receita do M365 Commercial Cloud cresceu 16% ao ano, sustentado por um balanço entre número de usuários e receita por usuário (ARPU) similar.

O Azure é a plataforma de *Cloud Computing* da Microsoft e tem sido o principal motor de crescimento da empresa, tendo crescido 39% no último trimestre e atingindo \$75bn no ano (27% da receita consolidada). A oferta do Azure engloba desde aspectos de infraestrutura simples – como espaço de armazenamento em nuvem – até serviços altamente complexos de IA. A demanda por serviços de IA no Azure tem sido consistentemente maior que a capacidade disponível, o que deve sustentar taxas de crescimento altas pelos próximos anos.

Esse crescimento tem levado a empresa a investir centenas de bilhões de dólares em infraestrutura, que deve aumentar a barreira de entrada para competidores no futuro. Estimamos que a receita do Azure tenha crescido mais de 30% ao ano nos últimos dois anos e mais do que triplicado nos últimos cinco anos com expansão de margem bruta em função de ganhos de escala.

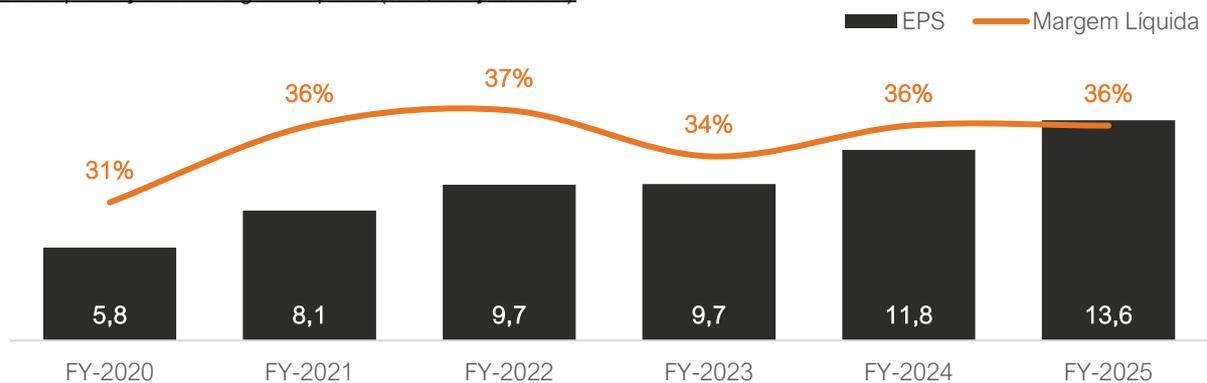


Além desses businesses, que representam ~55% da receita, a Microsoft também consolida outros negócios relevantes e dominantes em seus segmentos, como o Windows, que é o sistema operacional mais amplamente utilizado no mundo, LinkedIn, Dynamics, Xbox, Bing e a Activision - empresa de jogos adquirida em 2023 por \$75 bilhões.

Das alocações de capital recentes, a que chama mais atenção foi o investimento que a Microsoft fez na OpenAI. Desde 2019 a Microsoft investiu cerca de \$14 bilhões na OpenAI - entre caixa e créditos do Azure - em troca de poder incorporar a tecnologia da start-up nos seus produtos. Além disso, o acordo garantiu o Azure como o principal cloud provider para a OpenAI. Esse movimento permitiu a empresa incorporar a tecnologia da OpenAI nos seus produtos, principalmente através do Azure OpenAI Services e do Copilot, aumentando sua proposta de valor e sua trajetória de crescimento.

Ao longo dos últimos 5 anos, a Microsoft gerou mais de \$500 bilhões de caixa operacional e, mesmo tendo investido \$230 bilhões em Capex, retornou \$220 bilhões aos seus acionistas em dividendos e recompras de ações, mantendo uma posição de caixa líquido entre \$50 e \$70 bilhões no período. O EPS cresceu aproximadamente 20% a.a. desde 2020 e a margem líquida consistentemente acima de 30%.

Lucro por ação e margem líquida (US\$ / ação e %)

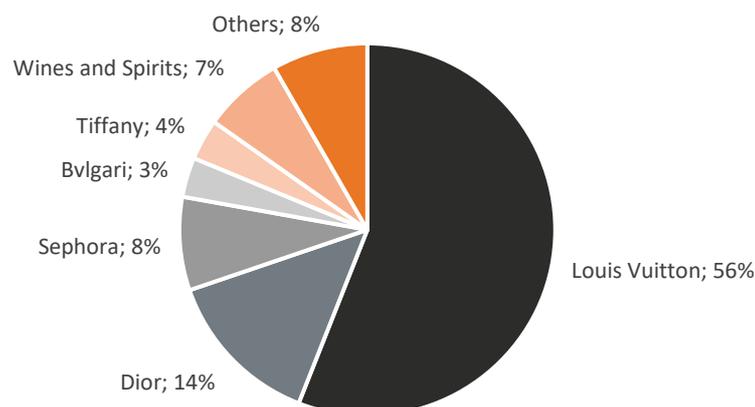


Nossa tese para a Microsoft está fundamentada nas vantagens competitivas do M365 e do Azure e na visão de que a empresa está bem-posicionada para capturar a tendência secular de adoção de AI, transformação digital e migração dos *workloads* para a nuvem. Com base nisso, nosso cenário base indica um crescimento de lucro entre 10-15% nos próximos 5 anos, sustentado tanto por crescimento de receita quanto expansão de margem operacional.

LVMH

A LVMH é o maior conglomerado de marcas de luxo do mundo, com um portfólio diversificado de mais de 75 maisons distribuídas em cinco divisões: Fashion & Leather Goods (Louis Vuitton, Dior), Perfumes & Cosmetics (Dior, Guerlain, Givenchy), Wines & Spirits (Moët & Chandon, Hennessy), Watches & Jewelry (Tiffany, Bvlgari) e Selective Retailing (Sephora). Criado em 1987 com a fusão entre Moët Hennessy e Louis Vuitton (“LV”), o grupo passou a ser controlado em 1989 por Bernard Arnault, que se tornou acionista majoritário e chairman, posição que ocupa até hoje. Desde então, lidera um processo consistente de construção de marca e alocação disciplinada de capital, transformando a LVMH em referência global no setor.

Estimated Operating Profit Mix by Brands



Fashion & Leather Goods responde por ~80% do EBIT da companhia, com Louis Vuitton e Dior somando ~70% do total. A LV é a maior marca de luxo do mundo em receita, e foi pioneira em um modelo que tem se provado vencedor no setor: produção verticalizada — incluindo até aquisição de curtumes para garantir couro de alta qualidade —, distribuição exclusiva em lojas próprias e operação *full-price*, sem liquidações ou *wholesale*. A política de preços reforça a percepção de exclusividade e transparência, permitindo ampla faixa de *price points* sem diluir imagem. A gestão de acervo também é estratégica: vendedores não rotulam produtos como “coleção passada”, preservando seu apelo por anos. O controle de ponta a ponta — da matéria-prima ao ponto de venda — assegura qualidade, disponibilidade e agilidade na alocação de

recursos. Com distribuição própria, a *maison* monitora vendas em tempo real, ajusta rapidamente a produção e mantém controle da experiência do cliente e do pós-venda, sustentando margens EBIT estimadas em ~50%, comparáveis apenas às da Hermès. Trata-se de um modelo difícil de replicar, pois exige décadas de construção de marca, investimentos contínuos em marketing e escala global para sustentar a disciplina de canal. Esse rigor operacional expressa o conceito de *heritage*, no qual marcas constroem autenticidade, prestígio e conexão emocional ao longo do tempo.

A Dior, por sua vez, passou por uma profunda transformação desde que a LVMH assumiu controle total em 2017, triplicando de tamanho para ~US\$ 8 bi em vendas e consolidando-se entre as maiores do setor, impulsionada pela reestruturação conduzida pelo atual CEO da LV e pela expansão na categoria de bolsas, segmento mais rentável dentro do setor de luxo. Embora ainda menos verticalizada que a LV, a Dior vem avançando no controle da produção e distribuição. Essa filosofia reflete a cultura corporativa moldada por Bernard Arnault: preservar desejabilidade e exclusividade está acima de buscar crescimento a qualquer custo.



Growth must not be a goal. The goal is desirability.



Em um setor em que a escassez sustenta o poder de preço, a disciplina de canal e a recusa a promoções são estratégias centrais. Diferente de concorrentes que buscaram crescimento rápido via promoções e canais *off-price* — como Burberry, Ferragamo e Gucci, a LVMH manteve disciplina, resultando em margens próximas de 40% e retorno sobre o capital investido de 50% para a categoria, acima da média do setor.

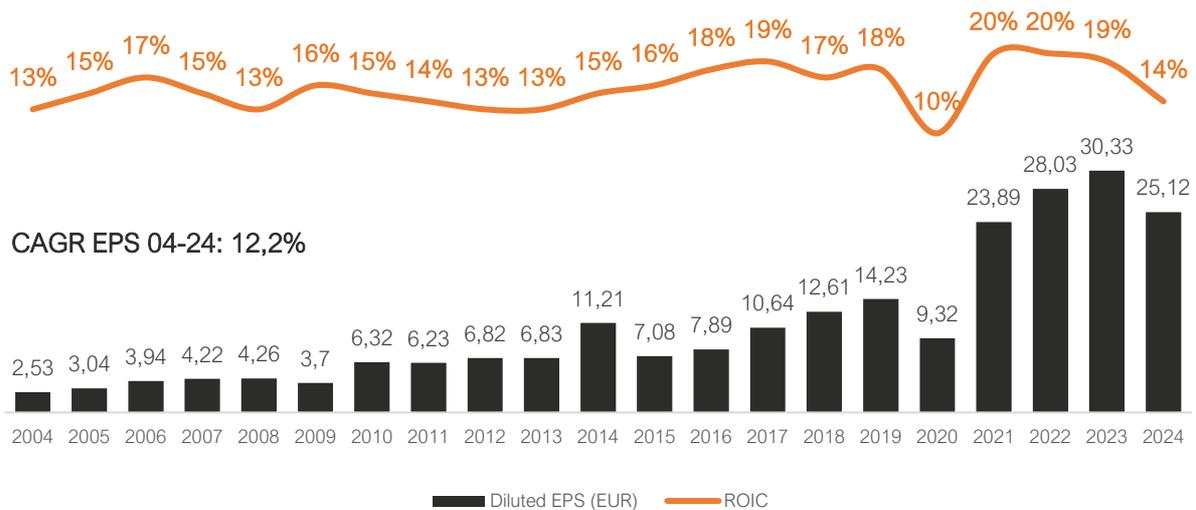
Essa cultura de longo prazo é um dos principais pilares da nossa tese de investimento. Apesar de existir um risco sucessório de Bernard Arnault, hoje com 76 anos, esse é mitigado pela estrutura descentralizada do grupo: as *maisons* operam com ampla autonomia criativa e estratégica. Além disso, a sucessão vem sendo preparada há anos, com os cinco filhos de Arnault em posições-chave e a governança familiar estruturada para garantir o controle ao menos até 2052.

Dito isso, nos últimos anos, o setor tem enfrentado uma forte desaceleração, que pressionou o preço das ações da LVMH. No pós-pandemia, houve forte crescimento impulsionado por aumento de renda disponível, poucas opções de gasto em lazer/viagens e demanda aquecida em mercados como China e EUA, com players aumentando preços de forma agressiva — estima-se que itens de luxo tenham subido 37% em média —, o que ajudou receitas e margens. Mas esse ciclo perdeu força: o consumo ficou mais seletivo, o tráfego caiu (principalmente na China) e as bases de comparação ficaram mais difíceis, levantando dúvidas sobre a retomada do setor.

Vemos essa desaceleração como cíclica, não estrutural. Apesar de não sabermos quando será a retomada do setor, as principais marcas da LVMH deveriam se beneficiar do crescimento da população de alta renda, com capacidade de manter poder de preço e ganhar participação de mercado após essa fase de normalização. Mesmo assumindo um crescimento estrutural mais moderado na China (região da Ásia agora representa 27,5% da receita da empresa vs. 35,0% no pico de 2021), estimamos que F&LG possa crescer ~7% ao ano no longo prazo, sustentado pela capacidade de repasse acima da inflação e pelo histórico consistente de ganho de participação de mercado. A Tiffany, ainda em processo de reposicionamento para o segmento de alta joalheria, pode se tornar um vetor adicional de crescimento, repetindo a trajetória de sucesso da Bvlgari.

O setor cresceu ~6% ao ano nos últimos 30 anos, e é basicamente esse crescimento que projetamos para a LVMH no nosso modelo. Mesmo assim, com o mix mais favorável de F&LG (que é a divisão mais rentável), vemos uma taxa interna de retorno de ~16% para os próximos cinco anos, baseado apenas no crescimento de lucro e *dividend yield*, sem considerar uma eventual volta do múltiplo de lucro para a companhia para mais perto da média histórica de 21x (hoje a LVMH negocia múltiplo P/E NTM de ~19,6x). Por esses motivos, aproveitamos o momento para aumentar a posição na empresa.

Crescimento de lucro por ação e ROIC

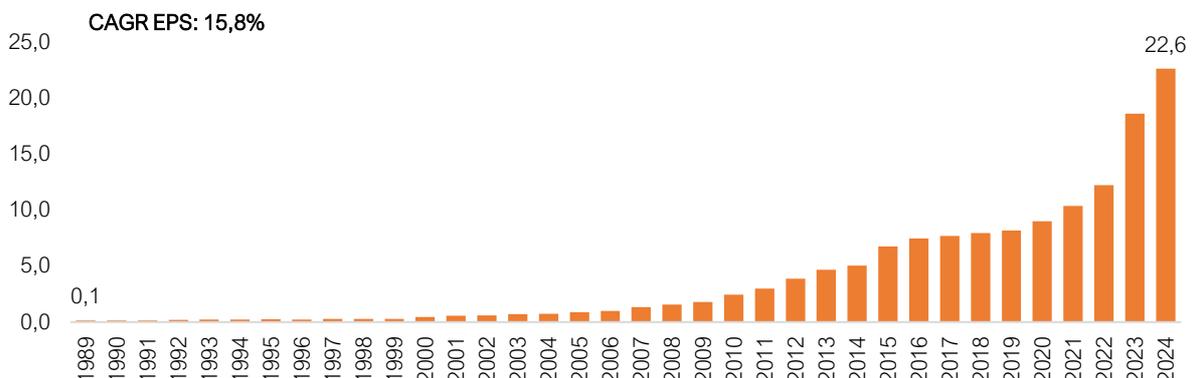


Novo Nordisk

A Novo Nordisk é a maior produtora de insulina e receptores de GLP-1 no mundo, com uma parcela de vendas de ~33% no mercado de diabetes e 60% em obesidade ao redor do mundo. Dona de medicamentos amplamente conhecidos como o Ozempic, Rybelsus, e Wegovy, a empresa é referência global em doenças cardiometabólicas, com um histórico de inovação nessa área terapêutica que data desde a descoberta da insulina, em 1923.

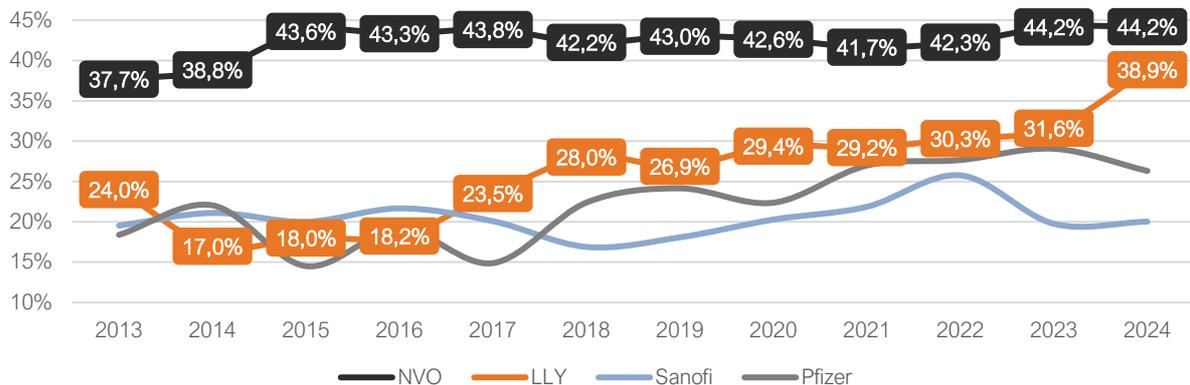
Em uma indústria caracterizada por vantagens competitivas frágeis, fruto da dinâmica de vida útil de patentes, a Novo Nordisk demonstra em sua extensa trajetória a capacidade de gerir de forma duradoura o seu portfólio de produtos através de inovações incrementais, capacidade essa que atribuímos ao foco consistente da empresa dentro de seu círculo de competência¹⁰. Em contraste com outras farmacêuticas tradicionais que prezam pela diversificação e pela frequente busca de novos mercados, o direcionamento de longo prazo da Novo Nordisk em doenças cardiometabólicas permite-a navegar ciclos de expiração de patentes com estabilidade e previsibilidade de resultados, evidente em suas margens operacionais e no crescimento de lucro por ação em 34 dos últimos 35 anos.

Lucro líquido por ação (DKK / ação)



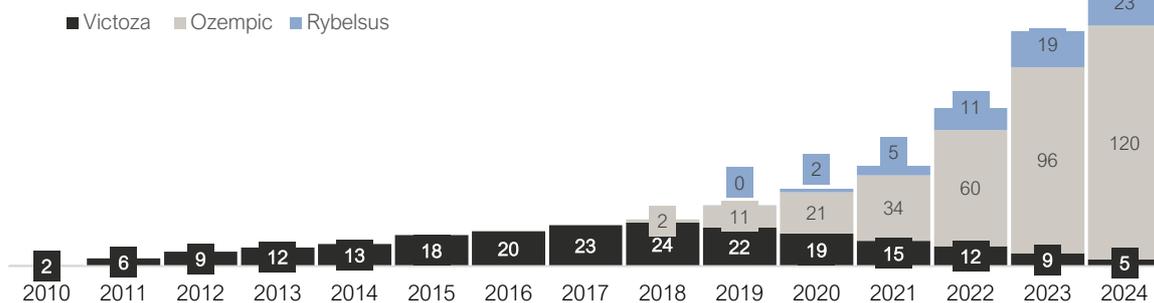
¹⁰ Para os mais curiosos, Ben Gilbert e David Rosenthal contam em bom nível de detalhes o histórico de inovação da companhia e da indústria em seu podcast: <https://www.acquired.fm/episodes/novo-nordisk-ozempic>

Margem EBIT (Novo Nordisk vs. Peers)



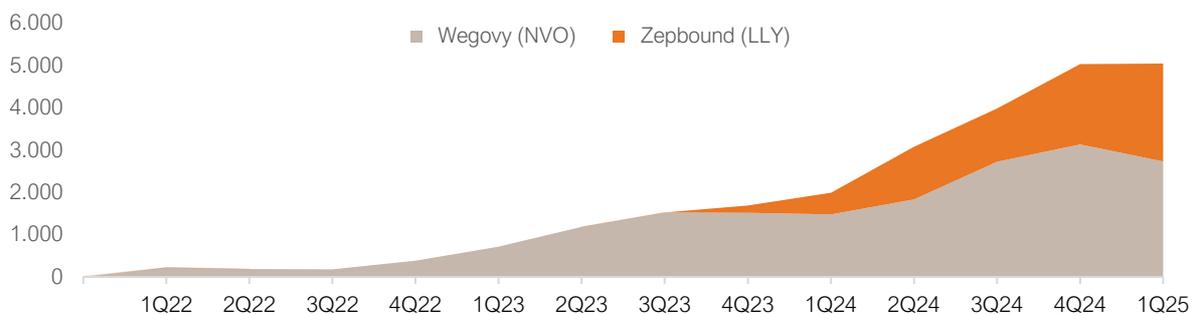
A descoberta recente de medicamentos eficazes e seguros para o tratamento da obesidade reforça esse ponto. A Novo Nordisk lançou o seu primeiro medicamento a base de receptores de GLP-1 – hormônio naturalmente produzido pelo intestino e responsável por estimular a secreção de insulina – em 2010. Idealizado inicialmente como um tratamento inovador para pacientes diabéticos, a empresa identificou em estudos posteriores a eficácia do hormônio na regulação da massa corporal através do aumento da sensação de saciedade e redução da velocidade do esvaziamento gástrico, contribuindo para a perda de peso do paciente.

NVO's Diabetes GLP-1 Products (DKK)



Resultou dessa descoberta o lançamento do Saxenda em 2014, primeiro tratamento de obesidade considerado eficaz e seguro pelos reguladores, seguido pelo Wegovy em 2021. Entre 2021 e 2024, o faturamento do Wegovy cresceu a uma taxa média anual de 250%, representando aproximadamente 20% do faturamento total da companhia em 2024 e superando o faturamento global de insulina no período.

GLP-1 Obesity Revenue (NVO + LLY) - (mn USD)



Dito isso, desde meados de 2024, o valor da empresa vem sofrendo uma forte correção, a qual atribuímos a alguns fatores principais: (i) tensão competitiva com a Eli Lilly, que aprovou o Zepbound no final de 2023, primeiro medicamento de obesidade da empresa e com perfil de eficácia e tolerabilidade superior

comparado ao Wegovy; (ii) gargalos de produção ao longo de 2024 em função de uma escalada de demanda, invalidando temporariamente a exclusividade das patentes e permitindo a ampla atuação de farmácias de manipulação na produção e comercialização de compostos equivalentes durante o período de escassez de oferta; e (iii) publicação dos resultados da última fase do ensaio clínico do Cagrisema – possível sucessor do Wegovy com aprovação aguardada em 2026 – marginalmente abaixo das expectativas do mercado, gerando dúvidas quanto ao potencial de crescimento futuro da empresa no mercado de obesidade.

Reconhecemos as preocupações do mercado, mas temos a opinião que a reação tem sido desproporcional frente ao valor que enxergamos na empresa, mesmo em nossos cenários mais conservadores. Apesar do perfil superior do medicamento da concorrente, nossas pesquisas sugerem que o sucesso de longo prazo das franquias vai muito além da eficácia e tolerabilidade, sendo de suma importância levar em consideração as expansões de bula dos medicamentos, uma vez que indicações para comorbidades adjacentes são drivers importantes de ampliação de cobertura por parte dos planos de saúde. Nesse aspecto, o Wegovy ainda comanda uma vantagem importante; o tratamento já possui indicação para pacientes com riscos cardiovasculares, e aguarda aprovação ainda esse ano para doenças associadas ao excesso de gordura no fígado.

Além disso, o Cagrisema apresenta um perfil de eficácia superior aos tratamentos disponíveis atualmente (~24% de redução da massa corporal, comparado a 16% e 20% do Wegovy e Zepbound), e a Novo Nordisk possui ainda um amplo portfólio de medicamentos de obesidade em fases avançadas de testes com resultados, até então, ainda mais promissores (Amycretin oral e injetável, Cagrilintide, Oral Sema, entre outros), o que deve sustentar a sua relevância nesse mercado no longo prazo.

O tamanho do mercado global de obesidade foi de aproximadamente \$14 bilhões em 2024, e projetamos um crescimento médio anual de 24% ao longo dos próximos anos, atingindo \$50 bilhões em 2030 – um cenário conservador comparado ao consenso, que projeta um mercado de \$130-150 bilhões até 2034. Nesse cenário, mesmo assumindo uma queda material de participação de mercado dos atuais 60% para 35% em 2030, vemos uma taxa interna de retorno de ~18% para os próximos 5 anos. A empresa negocia hoje a um múltiplo P/E NTM de ~12,5x, menor patamar registrado nos últimos 25 anos, e muito abaixo da média de 22,5x no mesmo período. Aproveitamos o excesso de pessimismo do mercado para aumentar a posição na empresa.