

CARTA AOS INVESTIDORES

1.º SEMESTRE DE 2026
EQUITIES GLOBAL



1 Introdução e resultados

“The fastest way to end a winning streak is to trade like you deserve one.”

— Autor desconhecido

Caros investidores,

Seguindo o rito de correspondências semestrais como forma estruturada de comunicação com nossos investidores sobre nossa visão do mercado e atualizações sobre a carteira do fundo e nossos investimentos, nesta carta procuramos atualizá-los sobre: (i) a performance recente do Geo Fund; (ii) nossa leitura do mercado no semestre — concentração dos índices, valuation e empresas de memória; (iii) composição e as principais métricas do portfólio; e (iv) uma de nossas investidas, que ganhou mais relevância no portfólio ao longo deste ano, a Uber.

Performance do Geo Flagship

Em 2026, até julho, o Geo Flagship rendeu -4,1% em dólares vs. +9,5% do MSCI World e +4,5% do CPI +2,5%. Nos últimos 12 meses, o Geo Flagship teve um desempenho de +2,9% a.a. vs. +18,9% a.a. do MSCI e +6,0% a.a. do CPI+2,5%.

JANELA	GEO FLAGSHIP (USD)	GEO FLAGSHIP (BRL)	MSCI WORLD	CPI + 2,5%
2026 (até julho)	-4,1%	-0,2%	+9,5%	+4,5%
12 meses (LTM)	+2,9%	+8,2%	+18,9%	+6,0%

Como comentamos em nossa primeira carta, nosso foco não está em benchmarks no curto-prazo e, embora a performance dos últimos doze meses esteve aquém dos nossos objetivos de longo-prazo, esperamos que ao longo desta carta consigamos explicar o que contribuiu para um período de performance expressiva do mercado - que não foi acompanhado por nós - e o porquê estamos confiantes com o retorno prospectivo de nossas investidas.

2 Atualização sobre o mercado

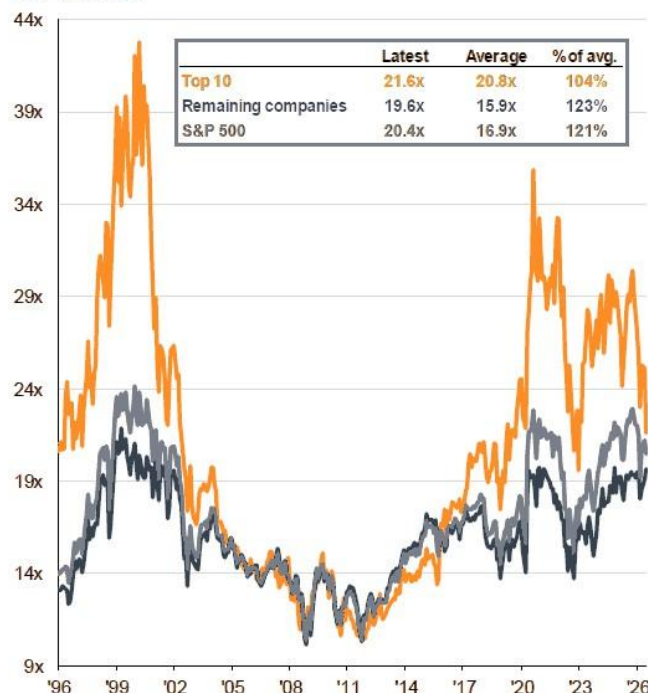
Concentração do S&P500 e múltiplo de negociação

As 10 maiores empresas do S&P500 respondiam, ao final de junho, por mais de 37% do valor de mercado e 33% do lucro líquido do principal índice do mercado americano. Isoladamente, empresas de semicondutores, que representavam 5% do S&P500 em 2020, atingiram uma participação de quase 20% do índice.

Somadas, as Mag7 e as empresas de semicondutores - “empresas relacionadas à IA”, já somam mais da metade do valor de mercado do S&P500. (Fonte: J.P. Morgan, Guide to the Markets.)

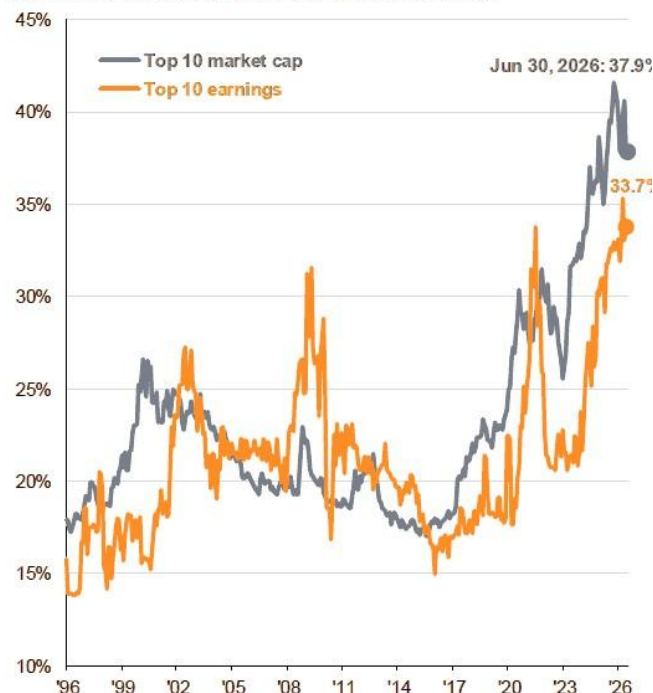
P/E of top 10 and remaining companies in S&P 500

Next 12 months



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

% of market capitalization, % of last 12 months earnings



P/L das 10 maiores vs. demais companhias do S&P 500 (esq.) e peso das 10 maiores no índice — % do valor de mercado e % do lucro dos últimos 12 meses (dir.). Em 30/jun/2026: 37,9% do valor de mercado e 33,7% do lucro. Fonte: J.P. Morgan, Guide to the Markets, p. 8.

Semiconductors as % of S&P 500



Source: Bloomberg, Macrobond, Apollo Chief Economist

Semicondutores como % do S&P 500 — de ~3% na média de 2003–2015 para ~19% em 2026. Fonte: Bloomberg, Macrobond, Apollo Chief Economist.

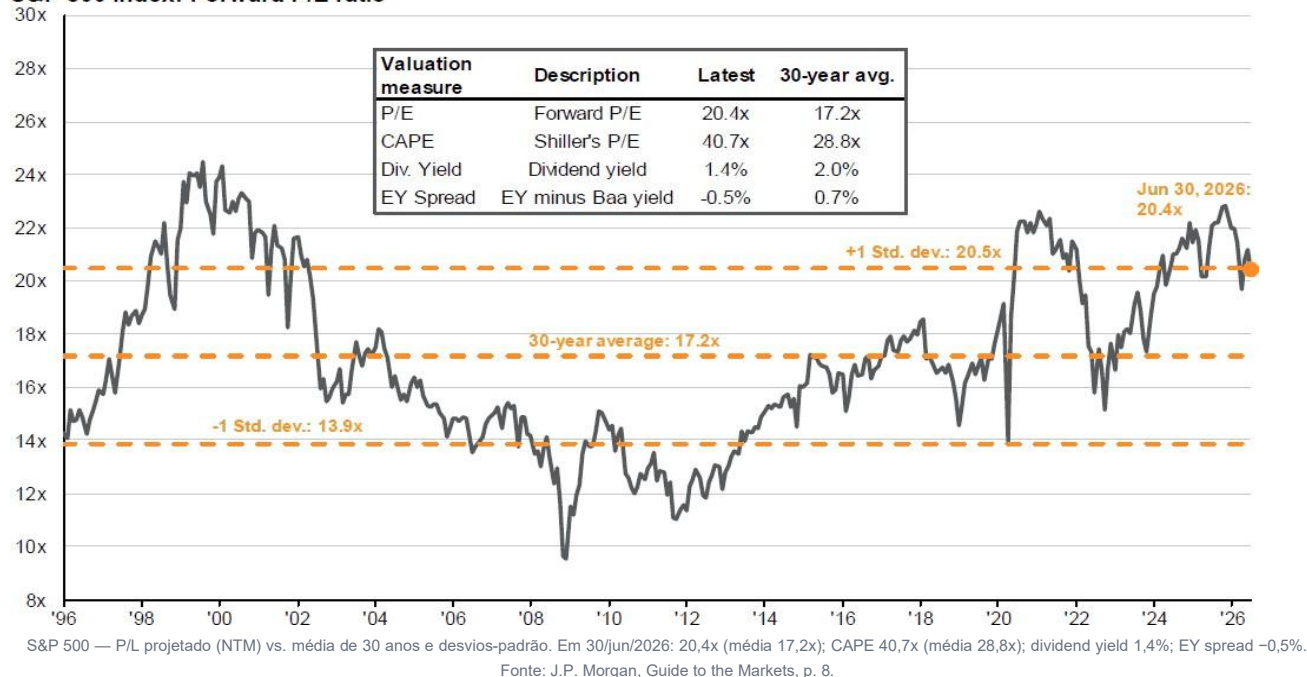
Ao final de junho de 2026, o S&P 500 negociava a P/L projetado (NTM) de 20,4x (média de 30 anos: 17,2x) e a um CAPE de 40,7x (média histórica: 28,8x), com *dividend yield* de 1,4%.

O que é o CAPE (P/L de Shiller). Criado por Robert Shiller, o *Cyclically Adjusted P/E* compara o preço ao lucro real médio dos últimos 10 anos (ajustado pela inflação), em vez do lucro de um único ano. Ao suavizar o efeito do ciclo sobre os lucros, permite comparar o valuation de hoje com o de décadas passadas.

Em perspectiva histórica, ambos os múltiplos situam-se acima das médias das últimas três décadas e em patamar próximo ao observado no pico da bolha ponto-com (2000), algo que não mudou desde nossa última comunicação por escrito e que sugere um maior grau de atenção dos investidores olhando de forma ampla.

(Fonte: J.P. Morgan, Guide to the Markets.)

S&P 500 index: Forward P/E ratio

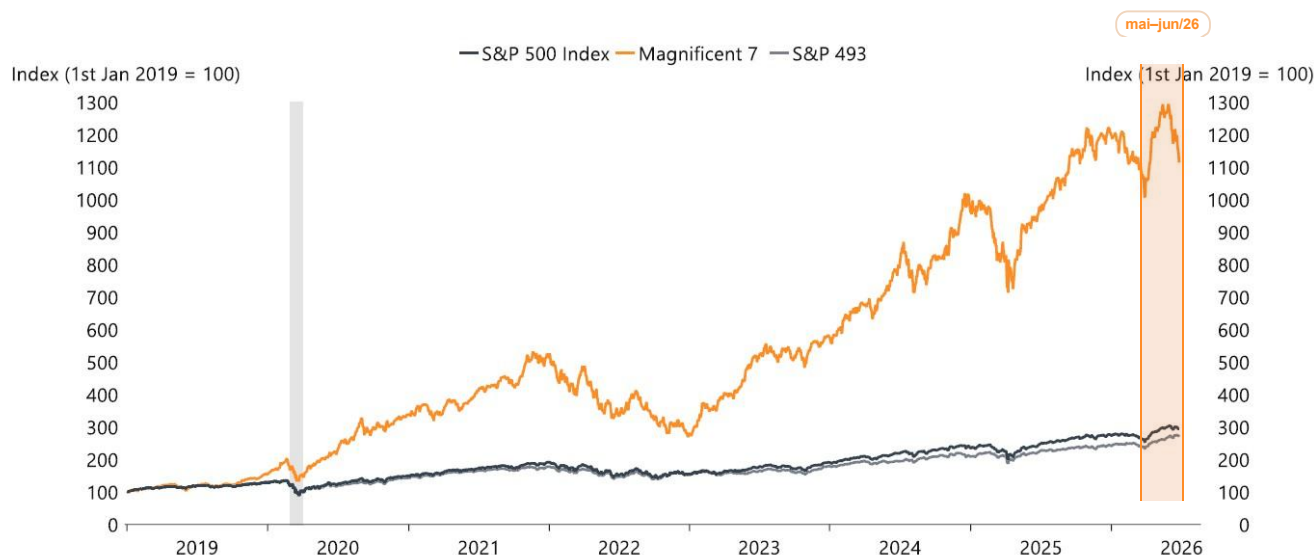


Fluxo das Mag7 » Cadeia de chips

Como descrevemos em nossa primeira carta, de junho de 2025 “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 (...) 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”.

Ao final de 2025, também comentamos que o novo ciclo de investimentos projetado dos hyperscalers poderiam elevar o nível de incerteza sobre essas companhias: “(...) ciclo de capex gera incertezas sobre o retorno de capital futuro desse período 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 (...) 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”

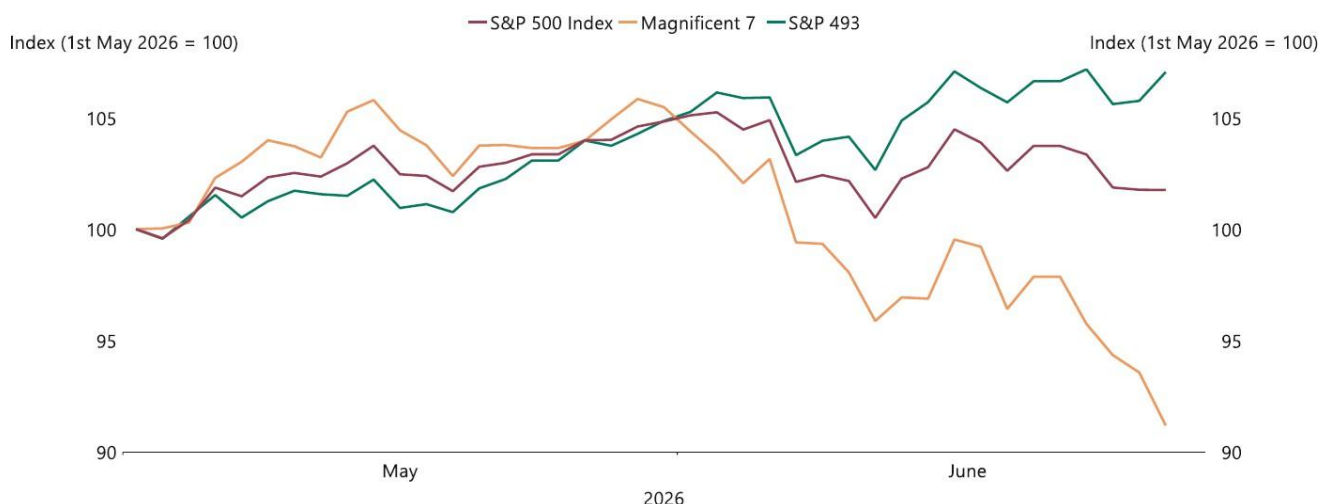
Hyperscaler. Grande empresa de computação em nuvem que opera data centers massivos e distribuídos globalmente para oferecer infraestrutura, armazenamento de dados e rede escaláveis sob demanda.



Source: Bloomberg, Macrobond, Apollo Chief Economist

Janela longa — S&P 500, Magnificent 7 e S&P 493 (1/jan/2019 = 100). O trecho destacado à direita é o período ampliado no gráfico seguinte. Fonte: Bloomberg, Macrobond, Apollo Chief Economist.

↓ o gráfico abaixo amplia apenas o trecho destacado



Source: Bloomberg, Macrobond, Apollo Chief Economist. Note: Bloomberg Magnificent 7 and Bloomberg 500 ex mag 7 indices used

Janela curta — mesmos índices desde 1/mai/2026 = 100: as Mag 7 caem a ~91 enquanto o S&P 493 sobe a ~107. Fonte: Bloomberg, Macrobond, Apollo Chief Economist.

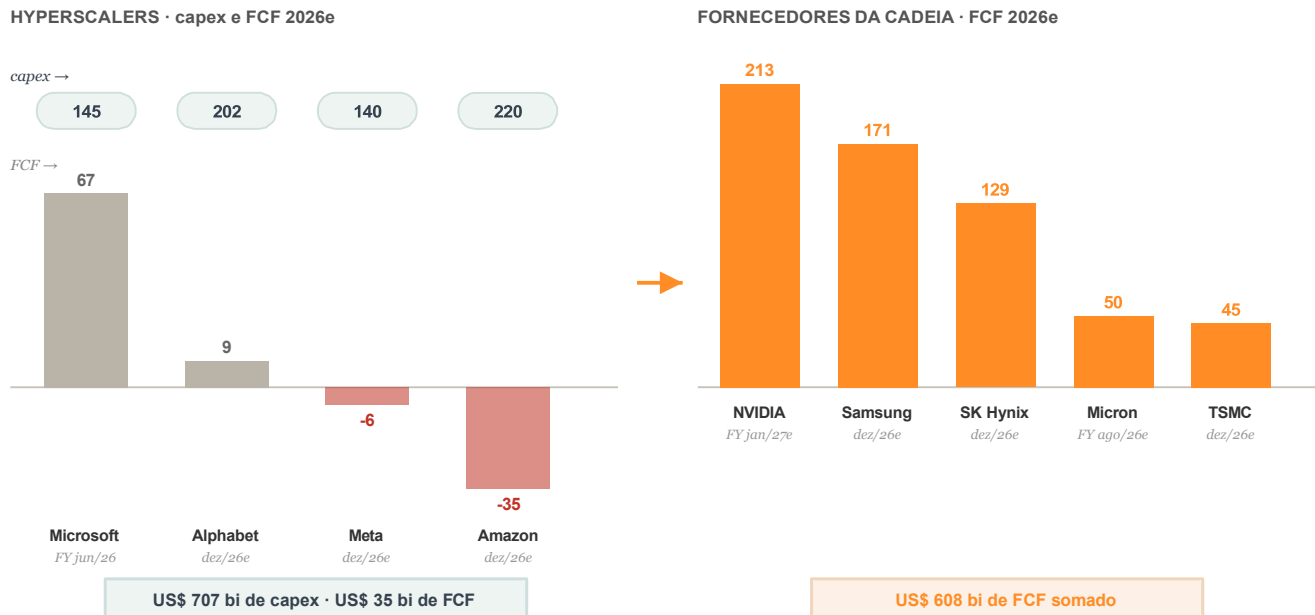
Ao longo do primeiro semestre de 2026, observamos um movimento de migração dos investimentos nessas grandes empresas de infraestrutura para fornecedoras de chips e outros componentes e companhias geradoras ou na cadeia de geração de energia, que foram as principais beneficiadas do massivo investimento na construção de *compute*.

A contribuição das Mag7 para o retorno do índice caiu de ~46% em 2025 para ~1% no acumulado de 2026; o capex de IA dos hyperscalers segue subindo (~US\$758 bi em 2026, US\$925 bi em 2027) e os semicondutores já são ~20% do S&P 500.

Fontes: Apollo (Torsten Sløk); J.P. Morgan, Guide to the Markets.

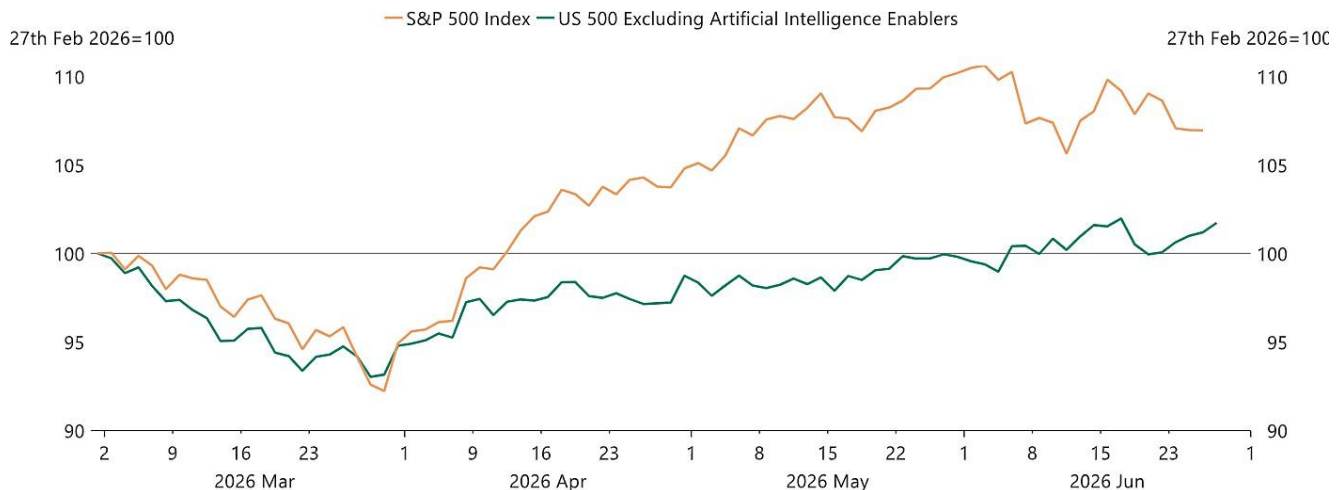
Compute. Em inteligência artificial, é o poder de processamento e os recursos de hardware — GPUs, CPUs e memória — necessários para treinar, rodar e escalar modelos de IA. (engine.is — *AI Essentials: what is compute and how is it measured*)

Uma forma de enxergar essa transferência é comparar, de um lado, o capex projetado dos quatro maiores *hyperscalers* e o fluxo de caixa livre que sobra depois dele; e, de outro, o fluxo de caixa livre projetado dos principais fornecedores dessa cadeia:



Fluxo de caixa migrando dos hyperscalers para a cadeia de infraestrutura de IA. À esquerda, o capex projetado (pílulas) e o FCF resultante (barras) das quatro maiores plataformas; à direita, o FCF projetado dos cinco principais fornecedores. Em US\$ bilhões, consenso Capital IQ (ago/2026); KRW convertido a ~1.420/USD e TWD a ~31,5/USD. Os exercícios fiscais não são idênticos — o ano de referência de cada companhia está indicado sob o nome. O capex da Microsoft inclui arrendamentos financeiros e operacionais. O total aqui não coincide com a estimativa de ~US\$758 bi citada acima porque cobre apenas as quatro maiores plataformas, e não o conjunto dos hyperscalers. Estrutura da análise adaptada de Coatue, *Cash flow is transferring from hyperscalers to AI infrastructure* (mai/2026); números recalculados pela HIX.

Performance do S&P 500 vs. S&P 500 excluindo os “AI enablers”



Source: Bloomberg, Goldman Sachs, Macrobond, Apollo Chief Economist. Note: Index used SPXXAI Index. The SPXXAI index excludes companies perceived to be enablers of artificial intelligence innovation before applying the S&P 500 Index weighting methodology to the remaining universe of companies.

Fonte: Apollo (Torsten Slok).

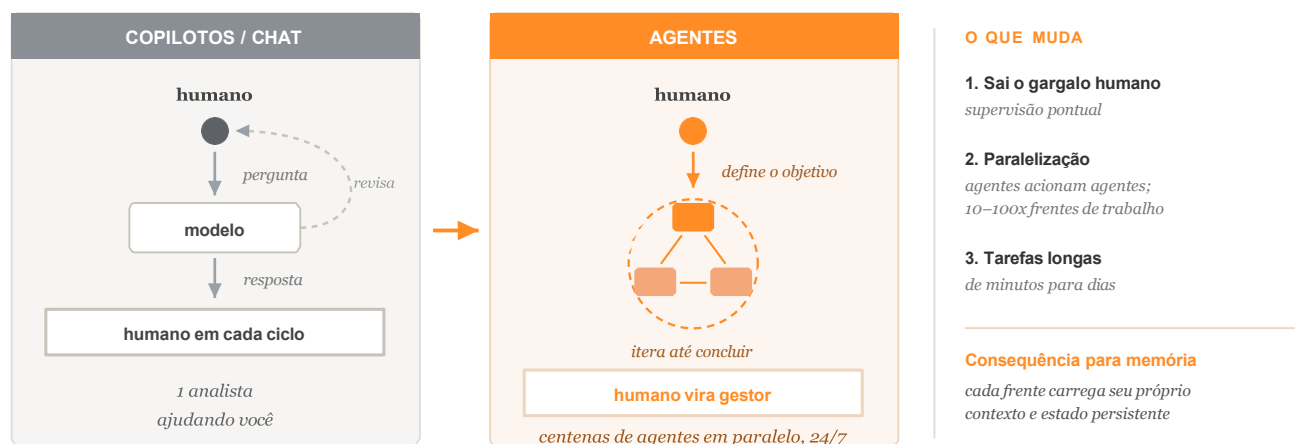
Fabricantes de componentes de memória

Visto como um dos principais gargalos físicos para o avanço dos investimentos na infraestrutura de IA, a perspectiva de lucro e as ações das fabricantes de memória subiram exponencialmente e, hoje, as três principais empresas do segmento valem mais de US\$1,3 trilhões. Como o movimento dessas ações foi o mais representativo dentro do segmento de semicondutores, nos permitimos abrir um capítulo sobre o segmento.

A demanda: do prompt ao agente

A primeira mudança está na natureza dos modelos. Até 2024, os ganhos vinham de modelos que respondiam em uma única passagem. Com os *reasoning models*, a resposta passou a ser construída em cadeias de raciocínio, o que exige guardar estado intermediário: ampliar a janela de contexto demanda aumento proporcional de memória, e a introdução desses modelos elevou a demanda por memória já na etapa de inferência. A demanda por memória cresceu de forma exponencial com a evolução dos modelos e deixou de ser uma commodity (apesar de ser intercambiável) para ser um componente estrutural dos GPUs, uma vez que a memória HBM é integrada no design dos chips para garantir o acesso a informações de forma mais ágil e volumosa.

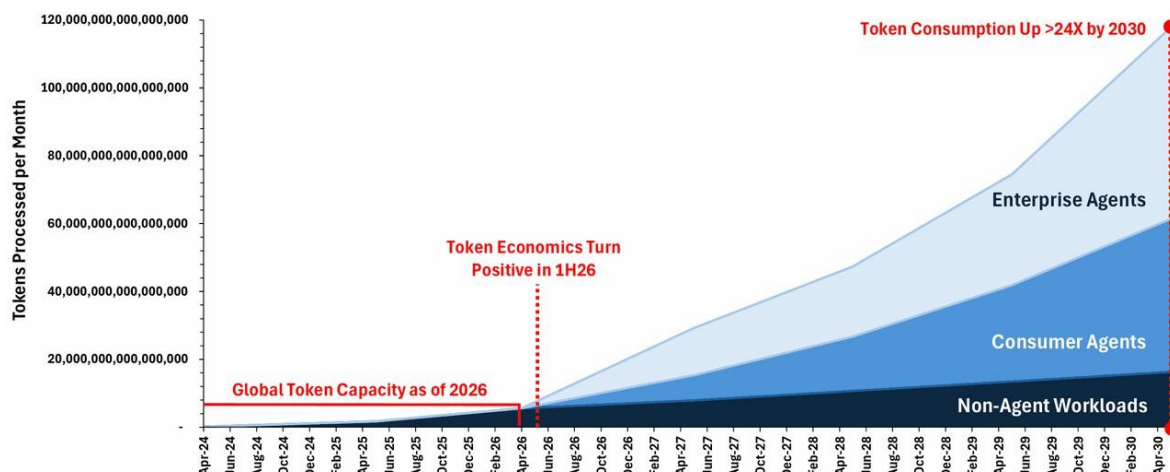
A segunda mudança está em como interagimos com os modelos. Na lógica de copiloto, o humano participa de cada ciclo — pergunta, lê, corrige. Na lógica de agentes, o humano define um objetivo e o sistema itera sozinho até concluir, acionando outros agentes em paralelo e sustentando tarefas que duram horas ou dias. Cada frente de trabalho carrega seu próprio contexto e precisa de memória persistente para não recomençar do zero a cada passo:



Da interação por prompt para a delegação de objetivos a agentes que iteram sozinhos. Adaptado de Coatue, *Labor is no longer human-limited* (mai/2026).

O efeito combinado é uma mudança de patamar no consumo de tokens. O Goldman Sachs estima que agentes corporativos e de consumo levem o consumo de tokens em 2030 a ~24x a capacidade global instalada em 2026, com a economia de tokens tendo virado positiva no 1S26. Vale registrar que a adoção ainda é concentrada em uma fração dos *knowledge workers* e praticamente não alcançou o mundo físico — o CFO da Anthropic descreve o estágio como “*very early innings*”, com a empresa vendendo para nove das dez maiores companhias da Fortune 10 e retenção líquida de receita acima de 500% em base anualizada.

Exhibit 8: By 2030, we estimate consumer and enterprise agents could push token consumption 24X above today's estimated global capacity.



Source: Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

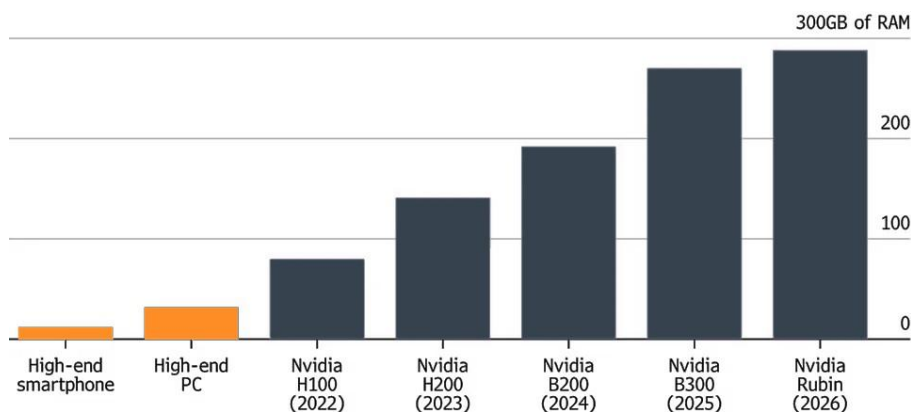
Estimativa de consumo de tokens por mês até 2030, decomposto entre cargas sem agentes, agentes de consumo e agentes corporativos, contra a capacidade global de 2026 — consumo >24x até 2030. Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research.

A oferta: por que não responde rápido?

Do lado da oferta, o ajuste é lento por razões físicas, não financeiras. Ampliar capacidade de DRAM exige construir novas salas limpas, com prazos longos de obra — e a indústria historicamente só consegue crescer 20%–30% ao ano. Além disso, a migração para HBM canibaliza a oferta total: por exigir empacotamento mais complexo, o HBM3 consome cerca de 3x a capacidade de wafer da DRAM convencional e o HBM4, cerca de 4x, o que reduz os *bits* produzidos por wafer. Ou seja, parte do aumento de capacidade instalada não se converte em aumento de oferta disponível. Some-se o fato de que a HBM deixou de ser um componente avulso e passou a ser integrada ao design dos aceleradores (ie. Nvidia), o que a torna crítica para a montagem dos chips. Como a DRAM é fungível entre mercados finais (servidor e PC), a prioridade dada aos *hyperscalers* transborda escassez e inflação de preços para os demais segmentos.

Nvidia's AI Chips Consume More RAM With Each New Generation

One new Nvidia AI chip requires as much memory as several powerful PCs



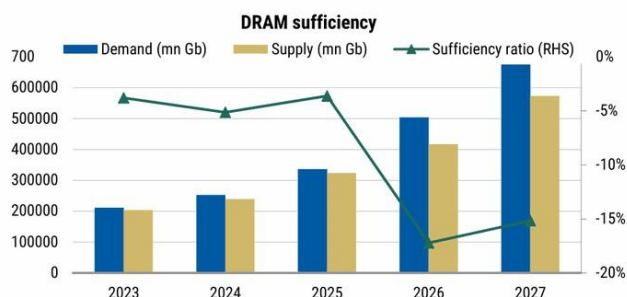
Memória embarcada por geração de acelerador da Nvidia, comparada a um smartphone e a um PC de ponta (GB de RAM).

Fonte: Bloomberg, especificações das companhias.

Pela primeira vez, a **DRAM e a NAND de data center** devem passar de 50% do mercado endereçável da indústria em 2026. A Micron reporta conseguir atender hoje entre 50% e dois terços da necessidade de médio prazo de seus clientes, e a leitura corrente é que capacidade nova relevante só chega a partir de 2028 — o que levou clientes a travar contratos de longo prazo que se estendem até 2029–2030.

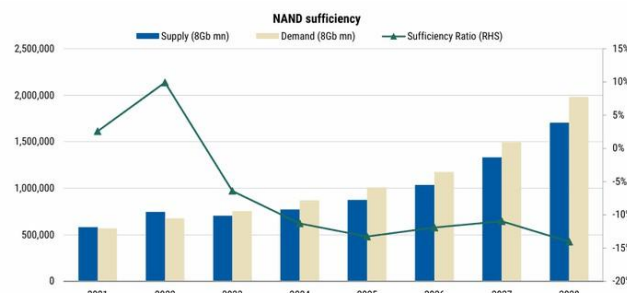
Com a oferta “travada” no curto prazo, o único mecanismo de ajuste disponível é o preço. A Micron reportou alta de preços na casa de ~60%–65% (DRAM) e ~70%–80% (NAND) em um único trimestre. O Morgan Stanley modela o déficit de DRAM saindo de ~4%–5% em 2023–24 para ~17% em 2025–26, com alívio parcial mas ainda ~15% em 2027; as adições de capacidade aceleram de ~105 mil wafers/mês em 2025 para ~390 mil em 2027, mas chegam depois do período de maior aperto.

DRAM supply sufficiency ratio



Source: TrendForce estimates, Morgan Stanley Research

NAND supply sufficiency ratio



Source: TrendForce estimates, Morgan Stanley Research

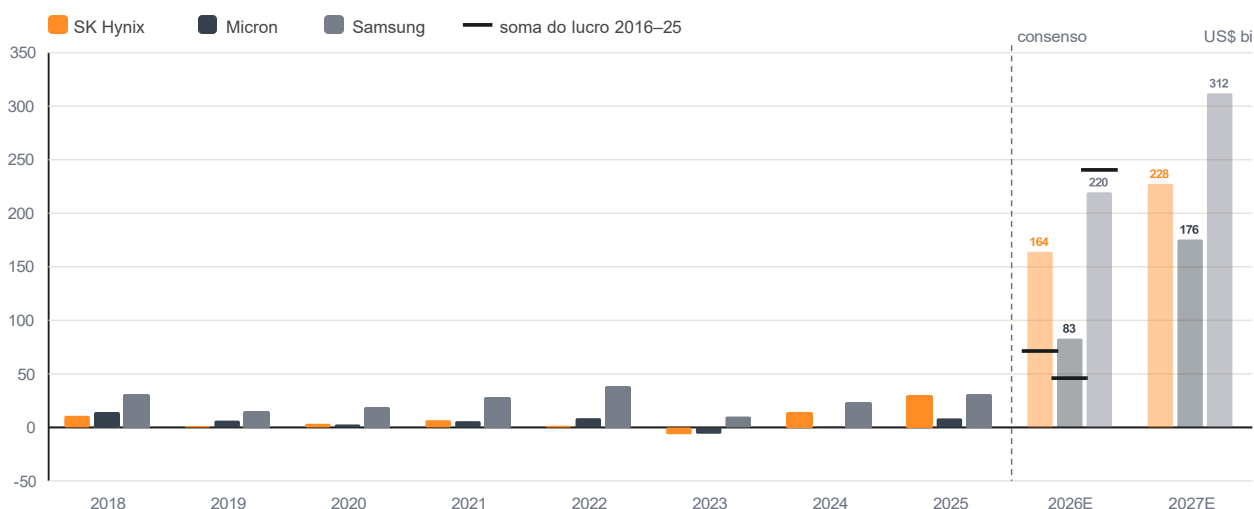
Razão de suficiência de oferta de DRAM (esq.) e NAND (dir.): demanda vs. oferta e o déficit resultante (eixo à direita). O déficit de DRAM salta para ~17% em 2026 e segue em ~15% em 2027. Fonte: estimativas TrendForce, Morgan Stanley Research.

Há ainda um argumento estrutural sobre a duração desse desequilíbrio: este seria o primeiro *true capacity cycle* desde meados dos anos 1990 — limitado por “*watts and wafers*” —, em contraste com os ciclos anteriores, que foram essencialmente ciclos de estoque. Com a TSMC racionando deliberadamente a expansão de capacidade de wafer, a cadeia como um todo fica menos capaz de fazer *overbuilding*. É um argumento relevante, mas que ainda precisa ser testado na virada do ciclo.

O resultado nas empresas

Com a explosão de demanda e o preço como única válvula de ajuste, as companhias de memória — um oligopólio em que Micron, SK Hynix e Samsung respondem por cerca de 90% do mercado — viram o preço de seus produtos subir verticalmente - assim como suas margens. O crescimento é de tal magnitude que a expectativa de lucro de 2026 dessas empresas é maior que a soma dos dez anos anteriores.

Lucro líquido anual das fabricantes de memória (US\$ bi, 2018–2027E)



Esse crescimento vertiginoso se refletiu no valuation dessas empresas, que se valorizaram entre 2,8x e 4,1x no semestre e, mesmo com essa valorização, negociam com média de múltiplo de preço / lucro próximas de 4,0x 2027:

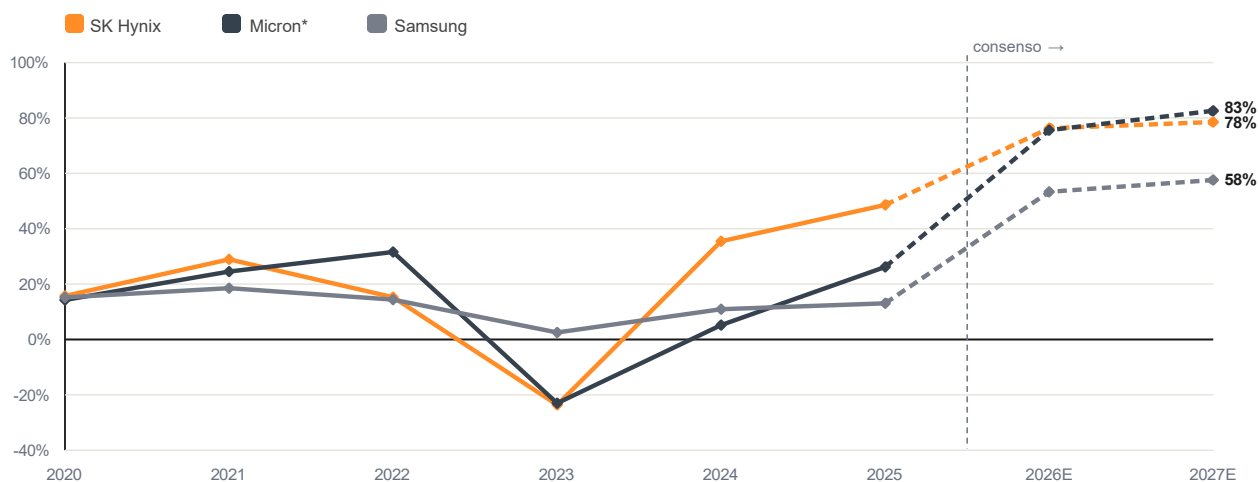
EMPRESA	MKT CAP DEZ/25	MKT CAP JUN/26	VARIAÇÃO NO SEMESTRE	P/L 2026E	P/L 2027E	P/L 2028E	LUCRO/AÇÃO '25→'28E
SK Hynix	320	1.325	4,1x	4,5x	3,4x	3,1x	~8,4x
Micron (MU)	322	1.303	4,0x	11,2x	5,3x	4,9x	~20,3x
Samsung Electronics	487	1.362	2,8x	4,9x	3,6x	3,3x	~10,8x

KRW convertido a ~1.420 KRW/USD. Fonte: Capital IQ.

A primeira vista o múltiplo dessas ações sugerem uma oportunidade, dado a rentabilidade e crescimento projetado para as três empresas. Entretanto, o múltiplo só é baixo se o E (lucro) se sustentar — um P/L de 3–4x embute a premissa de que o lucro octuplica (ou mais) e ali permanece. Se a indústria for capaz de adicionar capacidade rapidamente — como aconteceu no passado —, as margens podem não persistir e o P/L pode subir por queda do E, não do preço. Em um mercado muito cíclico, olhar o múltiplo de um ano de pico pode ser uma armadilha.

Ou seja, o que torna o setor delicado não é o crescimento recente, e sim a ciclicidade. Conforme podemos ver abaixo, a margem do setor variou de ~15% em 2020 para -20% (exceção de Samsung que possui outras verticais além de memória) para quase 80% esse ano.

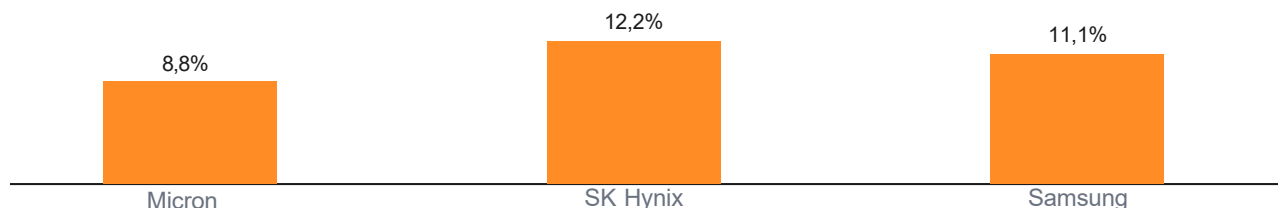
Margem EBIT da indústria de memória (2020–2027E)



Margem EBIT (%): 2020–2025 realizado; 2026E–2027E consenso (tracejado). Micron em ano fiscal (ago); SK Hynix/Samsung em ano-calendário; Samsung diversificada. Fonte: Capital IQ.

Apesar do oligopólio, esse setor foi marcado historicamente por ciclos de investimentos e excesso de capacidade, o que trouxe o retorno médio (medido pelo ROIC médio em períodos longos) da indústria para próximo de 10%. Ou seja, um baixo retorno sobre capital de uma indústria sem diferenciação tecnológica relevante e organizada em torno de briga por eficiência e preço.

ROIC médio da indústria de memória (2011–2025)



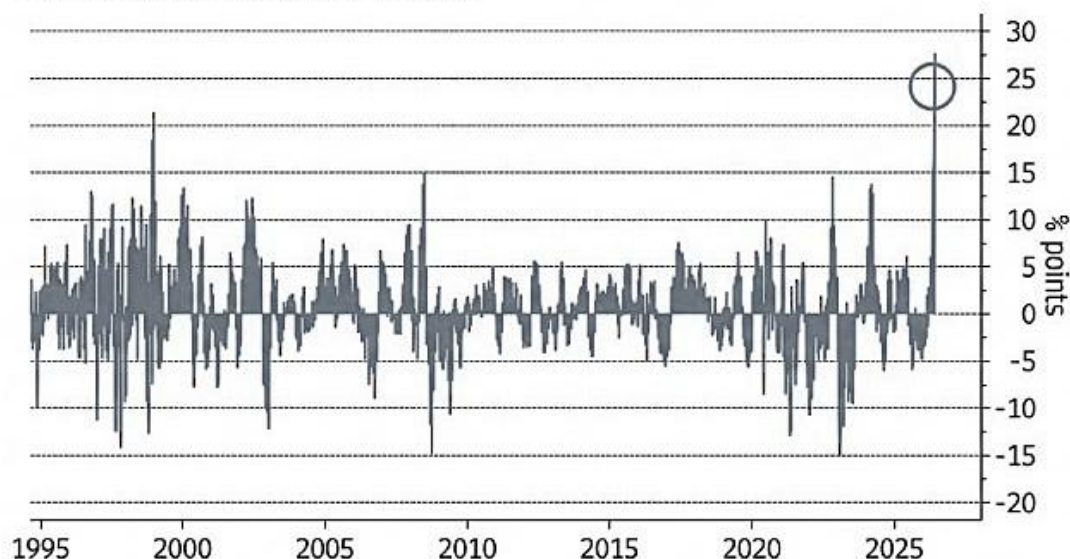
Fonte: Capital IQ; cálculo HIX.

Resultado no portfólio do Geo Flagship

A estratégia de investimento em *momentum* (estratégia em que se compra ativos que estão subindo e vende-se ativos que estão caindo) atingiu o maior nível em 30 anos. A combinação desse aumento com o aumento de fundos passivos amplifica a volatilidade e o movimento de preço de diversas ações sem que necessariamente os fundamentos sejam considerados no curto-prazo.

Momentum Is Showing Record Outperformance

■ MSCI US Momentum QoQ vs MSCI US QoQ



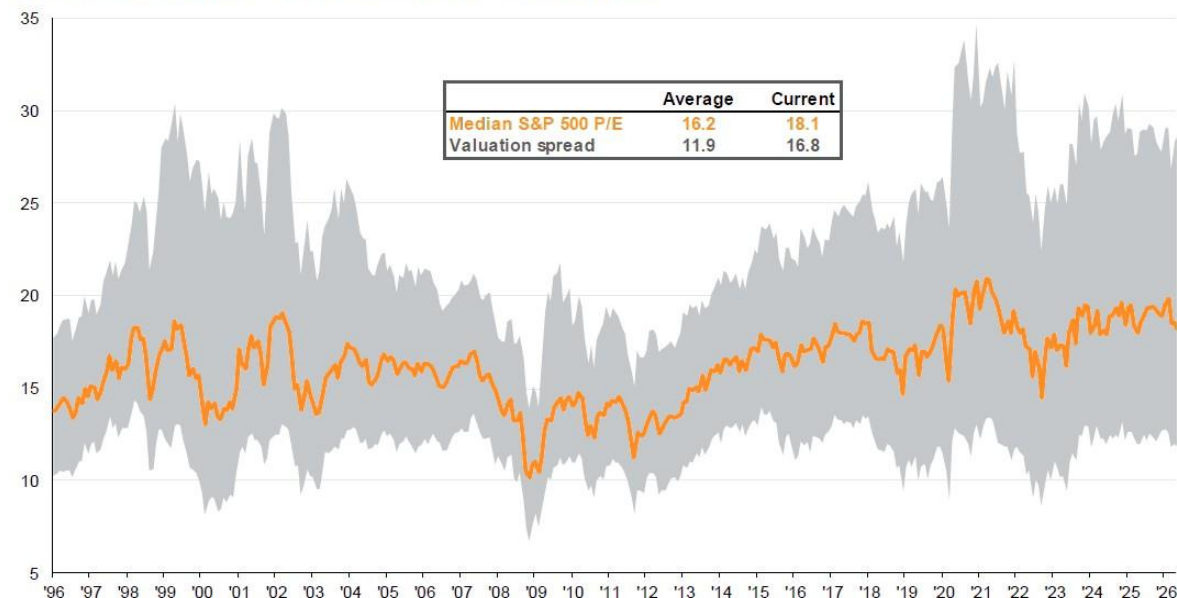
Source: Bloomberg

Retorno trimestral do MSCI US Momentum vs. o MSCI US (em pontos percentuais), 1995–2026. O diferencial recente, próximo de 25 p.p., é o maior da série. Fonte: Bloomberg.

Como já havíamos comentado em nossa última carta, esses fatores geram distorções no nível de avaliação de diferentes empresas do mercado, que muitas vezes tem a queda de suas ações acentuadas e apresentam excelente oportunidade para o investidor atento.

Valuation dispersion

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



Dispersão de valuation — diferença entre o P/L projetado das ações do S&P 500 no 20º e no 80º percentil (área cinza) e o P/L mediano do índice (linha). P/L mediano: 18,1x hoje vs. média de 16,2x; dispersão de 16,8 vs. média de 11,9. Fonte: J.P. Morgan, Guide to the Markets.

Não estamos alheios às discussões sobre o avanço transformacional que IA terá na economia e em nosso trabalho no dia a dia, incluindo o investimento direto em empresas da cadeia de fornecimento de componentes de infraestrutura de IA: (i) início de uma pequena posição em memória após a queda relevante dessas ações em julho, considerando sempre o risco citado no capítulo acima; e (ii) o aumento da posição de TSMC no fundo.

Entretanto, continuamos acreditando que a melhor forma de navegar o mercado atual é procurar e investir 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. Essas companhias podem ou não ter seu fundamento atrelado ao desenvolvimento do mercado de IA, desde que, a partir de premissas conservadoras, enxergarmos retornos interessantes com baixo risco de perda permanente de capital.

3 Atualização sobre o portfólio

Das 26 empresas que faziam parte do portfólio no início do semestre, desinvestimos de 12 e realizamos investimento em 9 novas empresas. Terminamos julho com investimento em 23 ações e 9,1% em caixa; as 10 principais posições do fundo representavam, de forma agregada, ~58% do portfólio.

Top 5 contribuições e detrações no semestre (p.p.):

TOP 5 CONTRIBUIÇÕES	
TSMC	+1,17
Credit Acceptance	+0,95
Eneva	+0,91
SLM	+0,43
W.W. Grainger	+0,36

TOP 5 DETRAÇÕES	
LVMH	-1,27
Microsoft	-1,23
Booking	-1,11
Equifax	-1,01
Universal Music Group	-0,90

As principais contribuições positivas vieram de empresas investidas após o período de integração da Geo na HIX. Entre as contribuições, continuamos animados com as perspectivas de TSMC, Eneva e SLM e, apesar de continuarmos com visão positiva sobre os negócios da Credit Acceptance e W.W. Grainger, decidimos trocar essas posições após a valorização das ações por companhias com maior retorno potencial (incluindo a concentração em algumas teses do portfólio). Continuamos acompanhando com proximidade essas empresas, que podem voltar ao portfólio no futuro.

Do outro lado do espectro, acreditamos que o mercado tenha penalizado de forma equivocada as ações de Microsoft, Booking e Equifax, empresas que seguem com performance operacional e financeira consistente, com entrega de crescimento robusto de receita e EPS e perspectivas positivas para seus negócios. Aumentamos a participação nessas empresas ao longo do semestre.

Decidimos desinvestir de LVMH e Universal Music Group por mudanças de percepção sobre nosso investimento inicial:

- LVMH: a menor visibilidade da retomada de crescimento do mercado de consumo (e luxo) da China, que trimestre após trimestre nos surpreende com dados que aumentam a incerteza sobre a região
- UMG: Embora ainda acreditemos na resiliência estrutural do modelo de negócios e no valor de seus ativos estratégicos, algumas preocupações que já monitorávamos evoluíram de forma menos favorável do que esperávamos, o que nos fez reconsiderar o nível de margem de segurança exigido para o investimento. Entre elas o impacto do maior poder de barganha de artistas estabelecidos sobre a margem da companhia e riscos de desalinhamento entre o acionista controlador e os minoritários, que ficou mais evidente após a rejeição da proposta de combinação de negócios com o veículo listado (SPAC) da Pershing Square.

Composição do portfólio

A alocação por setor ao final de julho, com as empresas de cada bloco, e a comparação com os índices:

SETOR	EMPRESAS	% GEO FUND	S&P 500	MSCI WORLD
Financials	Visa, Mastercard, S&P Global, Moody's, MSCI, Brookfield, SLM, St. James's Place	34%	13%	17%
Consumer Discretionary	Booking, Airbnb, Amazon	18%	9%	9%
Information Technology	TSMC, SK Hynix, Micron, Samsung, Microsoft	13%	37%	29%
Industrials	Uber, Equifax	12%	9%	11%
Communication Services	Meta Platforms	4%	10%	8%
Utilities	Eneva	4%	2%	3%
Materials	Suzano, Serabi Gold	3%	2%	3%
Energy	Borr Drilling	3%	3%	4%
Health Care, Cons. Staples, Real Estate	—	0%	16%	16%
Caixa	—	9%	—	—

Portfólio em 31/07/2026, 23 empresas; pesos dos índices na mesma data. Fonte: GeoCapital e Capital IQ.

Métricas do portfólio vs. índices

No final de julho, o portfólio do Geo Flagship tem uma composição de empresas — ajustada pela participação do fundo nessas empresas — com maior crescimento esperado de lucro, maior retorno sobre o capital e que negociam a múltiplos mais baixos que os principais índices de mercado. Além disso, o FCF yield do fundo hoje está em torno de 5,5% a.a., patamar que consideramos bastante atrativo considerando a resiliência e o potencial de crescimento das empresas do fundo.

	REV CAGR '25-'30	EPS CAGR '25-'30	MG EBIT (L3Y)	ROIC	P/E NTM	P/E 2029	P/E MÉD. 10 ANOS	FCF YIELD
GEO Flagship	9,4%	16,1%	33,7%	31,5%	19,3x	14,5x	25,4x	5,5%
S&P 500	8,4%	17,8%	27,7%	26,9%	20,6x	14,3x	18,9x	2,7%
MSCI World	4,2%	10,6%	23,0%	22,6%	19,0x	16,9x	15,6x	3,6%

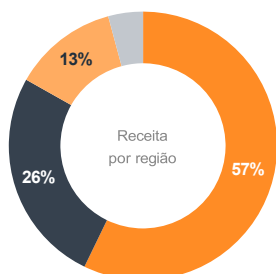
Estimativas de consenso; L3Y = média dos últimos 3 anos. FCF yield dos índices apurado sobre o caixa gerado corrente, sem projeção de crescimento. Fonte: Capital IQ; cálculo GeoCapital (31/07/2026).

O Geo Flagship como uma holding de empresas operacionais

Olhando o Geo Flagship como uma holding não-operacional de empresas operacionais, conseguimos notar a qualidade da entrega de resultado dessas empresas nos últimos 5 anos, assim como a diversificação geográfica da receita desses investimentos:

PORTFÓLIO (AGREGADO)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	S&P 500 '25	MSCI WORLD '25
Crescimento de receita	34,6%	26,0%	6,8%	15,3%	10,1%	3,2%	3,8%
ROIC	25,1%	22,6%	24,6%	28,4%	31,5%	26,9%	22,6%
Margem bruta	63,0%	63,1%	64,0%	65,2%	65,5%	50,8%	47,1%
Margem operacional	27,9%	30,2%	31,3%	34,5%	35,3%	27,7%	23,0%
Conversão de FCF	103,5%	111,7%	40,9%	178,2%	77,8%	70,8%	43,5%
Cobertura de juros	106,2x	25,0x	20,7x	24,6x	30,2x	7,7x	8,0x

Métricas agregadas do portfólio (ponderadas pela participação do fundo), por ano fiscal. Fonte: Capital IQ; cálculo HIX.



América do Norte	57,2%
Europa, O. Médio e África	26,0%
Ásia	12,6%
Restante do mundo	4,2%

Receita agregada das empresas do portfólio, ponderada pela participação do fundo. Fonte: análise interna / Capital IQ.

Estamos animados com os retornos prospectivos desses investimentos para os próximos 5 anos, que mesmo com premissas conservadoras nos mostram retornos expressivos e acima da média histórica do fundo.

4 Atualização sobre Uber

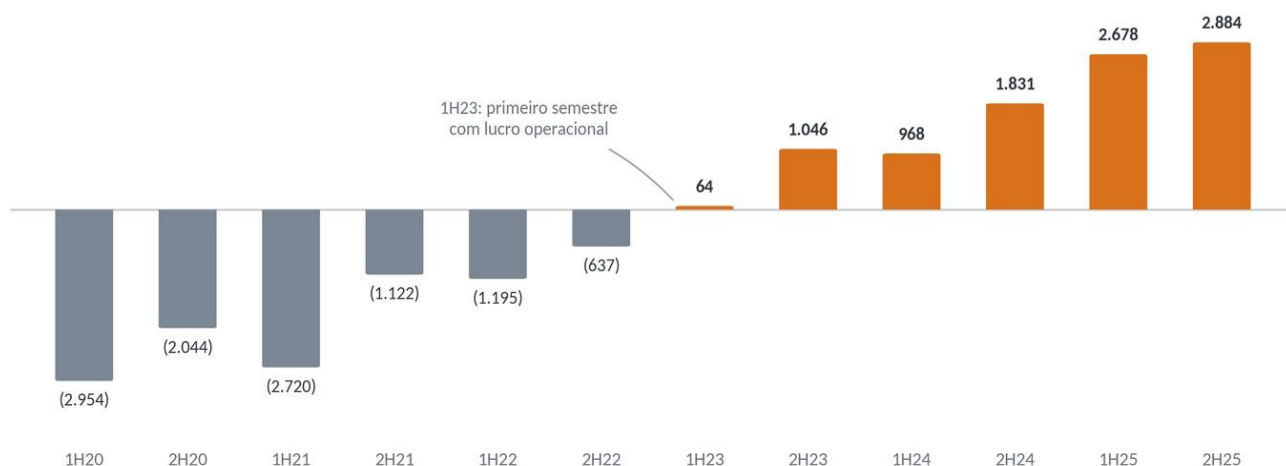
Comentamos brevemente sobre a Uber em nossa última carta, quando iniciamos a posição. Como a companhia se tornou uma de nossas principais alocações e o debate sobre o setor se intensificou ao longo do semestre, aproveitamos este espaço para detalhar a tese.

Sobre a companhia

Fundada em 2009 em San Francisco por Travis Kalanick e Garrett Camp, a Uber nasceu com a proposta de tornar mais eficiente a experiência de transporte urbano via tecnologia. O modelo ganhou tração rapidamente por oferecer uma alternativa mais conveniente e previsível que os táxis tradicionais, abrindo caminho para a expansão global da plataforma, que em 2014 lançou seu segmento de delivery.

Em 2017, após um período de desgaste de imagem e de questionamentos sobre a gestão, a companhia passou por uma troca de comando. A saída do fundador levou à nomeação de Dara Khosrowshahi, até então CEO da Expedia, encarregado de reposicionar a companhia e conduzir uma mudança de cultura interna. Dara liderou a Uber durante seu IPO, em 2019, e passou a subordinar o crescimento à geração de lucro. A companhia atingiu o breakeven no segundo trimestre de 2023, após acumular um prejuízo de cerca de USD 33 bilhões desde a fundação, e encerrou 2025 gerando quase USD 10 bilhões de fluxo de caixa livre. Em nossa visão, a execução de Dara desde que assumiu tem sido bastante positiva.

Lucro operacional (EBIT) por semestre, USD milhões



Fonte: Uber (10-K e 10-Q), GeoCapital.

Lucro operacional (EBIT) por semestre, USD milhões. Fonte: Uber (10-K e 10-Q) e HIX Capital.

A Uber (NYSE: UBER) é hoje a maior plataforma de mobilidade sob demanda fora da China, presente em mais de 70 países e 15 mil cidades, dividida em três segmentos:

1. Mobility (50% do GB | 69% do Adjusted EBITDA): o serviço de ride-hailing mais conhecido;
2. Delivery (47% do GB | 31% do Adjusted EBITDA): principalmente de comida, mas com um vertical de grocery & retail em expansão;
3. Freight (3% do GB | resultado praticamente nulo): plataforma de fretes B2B

A UBER EM 2025

Gross bookings	USD 193 bilhões, +19% no ano
Receita	USD 52 bilhões
Viagens e entregas	13,6 bilhões, cerca de 37 milhões por dia
Consumidores ativos por mês	202 milhões
Motoristas e entregadores	mais de 10 milhões
EBIT GAAP	USD 5,6 bilhões
Free Cash Flow	USD 9,8 bilhões

Fonte: Uber (10-K 2025), GeoCapital. Participações referentes a 2025; o Adjusted EBITDA de segmento é apurado antes dos custos corporativos.

Mobility

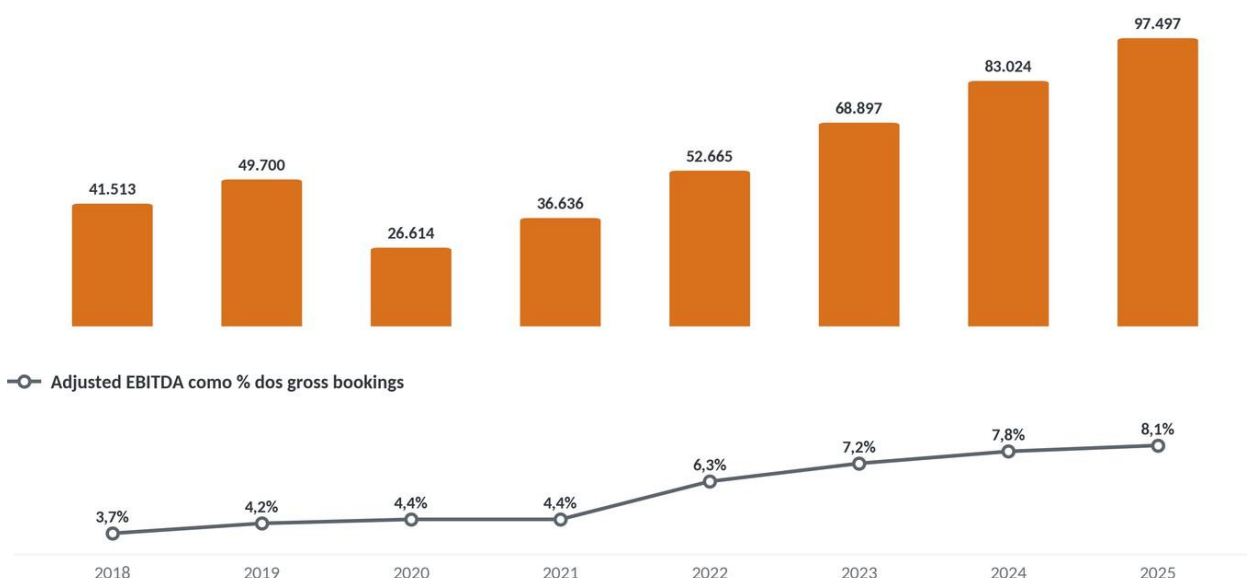
O negócio de mobilidade é um marketplace de dois lados, motorista e passageiro, com efeito de rede relevante. O que o passageiro compra não é a corrida em si, mas a confiança de que o carro chega rápido, e isso depende de quantos motoristas estão plugados naquela praça naquele momento. Quanto maior o supply, menor o ETA. Menor ETA atrai mais passageiros, que geram mais corridas por motorista, o que aumenta a utilização de quem dirige e atrai mais motoristas para a plataforma. É esse flywheel que sustenta a posição da Uber, e ele roda praça a praça.

A Uber montou essa densidade porque chegou primeiro. A companhia foi pioneira em mobilidade e entrou antes dos concorrentes na maioria das geografias em que atua, competindo diretamente com os táxis. O first mover advantage foi caro, porque naquele momento a companhia precisava pagar valores relevantes para atrair motoristas sem ainda ter demanda que tornasse a operação economicamente interessante para eles. Ao longo dos anos esse investimento se converteu em uma escala massiva, que hoje ainda cresce a taxas de 20% e que consideramos de difícil replicação.

Mobility: crescimento com expansão de margem

CAGR: 13%

■ Gross bookings, USD milhões



Fonte: Uber (10-K), GeoCapital.

Mobility: gross bookings e Adjusted EBITDA como % dos gross bookings. Fonte: Uber (10-K), GeoCapital.

Nos Estados Unidos a Uber lidera o mercado de *mobility* com cerca de 70% das corridas, patamar estável há anos. Em Nova York, onde o regulador divulga dados por plataforma, a Uber tem mais veículos cadastrados que a Lyft e, ao longo de toda a década, cada motorista realizou em média o dobro das corridas, ou seja, mais oferta e mais utilização por motorista.

Vale reconhecer que essas vantagens têm caráter regional, e que a liquidez de uma cidade não ajuda o usuário de outra. Ainda assim, a Uber conseguiu repetir esse processo em centenas de cidades de dezenas de países, e é essa soma de posições locais fortes que gera escala ainda mais difícil de se replicar.

Delivery

O Delivery é uma plataforma de marketplace de três lados, e o network effect funciona de forma parecida com o de Mobility, com um componente a mais. Mais vendedores ou *merchants* (restaurantes, mercearias, padarias, farmácias, supermercados, etc.) na plataforma é igual a maior seleção para o consumidor, mais consumidores trazem mais pedidos por entregador, e mais entregadores aumentam a probabilidade de entrega mais rápida e mais barata. Isso tudo deveria se retro-alimentar e trazer de volta mais consumidores e mais merchants para a plataforma. Assim como em Mobility, quem tem mais densidade em uma praça entrega um produto melhor pelo mesmo custo.

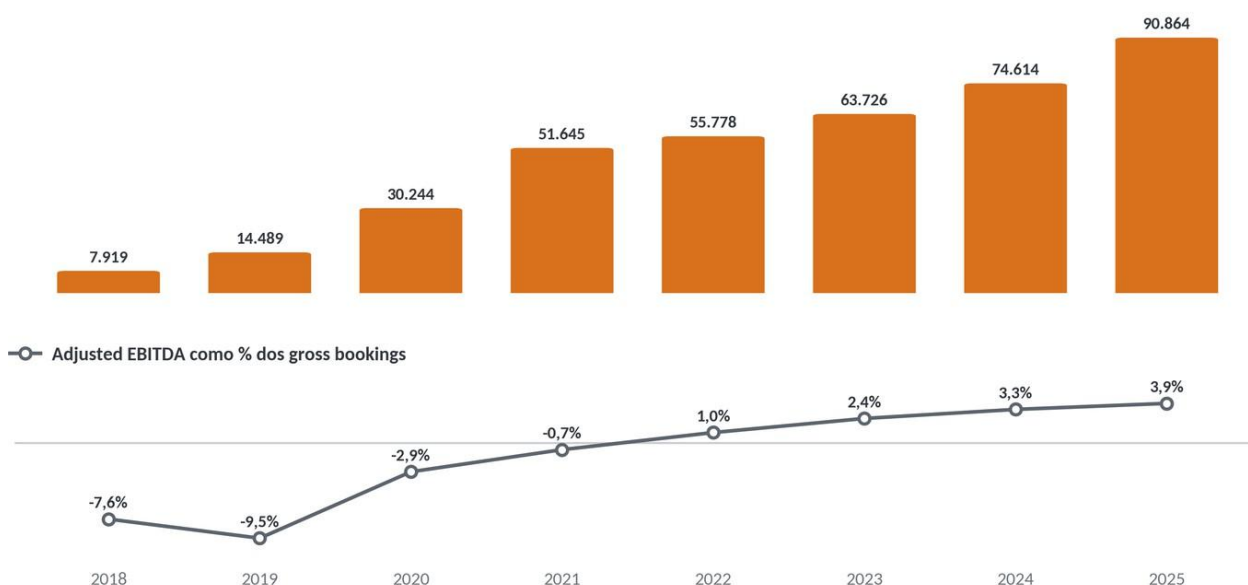
O mercado olha para esse segmento com desconfiança, dado o histórico de competição intensa em diversas praças, por um número crescente de novos competidores que, financiados por um capital abundante, disputavam cada praça a golpe de promoção e comprimiam a margem - quando essa não era toda subsidiada pelas plataformas - de todos ao mesmo tempo. Nossa percepção é de um ambiente distinto atualmente, com maior racionalidade e menor acesso a capital, os mercados se consolidaram em estruturas de dois ou três competidores relevantes por praça. Nessa nova dinâmica, é comum os dois primeiros players dominarem o mercado com resultados interessantes e rentáveis, enquanto o terceiro tende a ficar em uma posição mais desafiada.

Nos Estados Unidos a Uber é o segundo player, atrás do DoorDash, e ser o segundo em um duopólio como esse ainda torna o business interessante. As vantagens competitivas em delivery são ainda mais regionais do que em mobilidade, definidas praticamente cidade a cidade, e o que observamos é uma Uber mais concentrada nos grandes centros urbanos e um DoorDash mais forte nos subúrbios.

Delivery: escala e virada de rentabilidade

CAGR: 41,7%

■ Gross bookings, USD milhões



Fonte: Uber (10-K), GeoCapital.

Delivery: gross bookings e Adjusted EBITDA como % dos gross bookings. Fonte: Uber (10-K), GeoCapital.

Duas avenidas principais sustentam um crescimento duplo dígito no longo prazo nesse segmento: (i) expansão internacional, aproveitando a estrutura que já existe de Mobility, e que apresenta resultados de ganho de mercado mesmo onde chegou depois dos concorrentes, como no Reino Unido, o maior e mais disputado mercado da Europa; e (ii) grocery & retail, que cresce mais rápido do que a entrega de restaurantes e traz um cliente de ticket e frequência maiores.

Existe ainda a oportunidade de propaganda (*Ads*), bastante presente no segmento de Delivery, que vemos como uma opcionalidade interessante. O merchant paga para aparecer melhor posicionado no app, e essa receita não tem custo de entrega associado, então cai quase inteira no lucro do segmento. A receita de Ads superou USD 2 bilhões em 2025 e representa cerca de 2% dos *gross bookings* de Delivery, já contribuindo para a expansão de margem da companhia.

O que mais chama atenção no segmento é a capacidade da Uber de crescer lucro de forma substancial nos últimos anos, mesmo expurgando a receita de Ads e considerando o custo operacional “upfront” da expansão internacional e da pressão competitiva gerada por ela.

Tese de investimentos e riscos

PILAR	O QUE O SUSTENTA
1. Escala e liderança em Mobility	Densidade/liquidez e <i>market share</i> líder; barreira construída ao custo de ~US\$33 bi de prejuízos até 2022.
2. Ecossistema (superapp)	Uber One (~50 mi de usuários) e <i>cross-sell</i> entre delivery e mobility melhoram a retenção e a frequência de uso dos usuários.
3. Modelo asset light e caixa	EBIT em expansão, conversão de ~100% do lucro em caixa, ROIC marginal ~+40%, recompras (~50% do CFO).
Risco central (fora da tese)	Veículos autônomos: regulação, custo e papel da Uber ainda indefinidos. Tratado como opcionalidade, não premissa.

Poderíamos resumir nossa tese de Uber a crescimento consistente por muitos anos com ganho de rentabilidade, e o principal driver disso é o aumento da frequência de uso dentro da base que a companhia já possui.

Entre 2021 e 2025, o gasto médio mensal por consumidor ativo subiu cerca de 25% enquanto o valor médio por viagem ficou praticamente flat, ou seja, todo o crescimento de gasto por usuário veio de frequência e nenhum veio de preço. No mesmo período, o lucro operacional por usuário saiu de um prejuízo relevante para USD 27,5 por ano.

	2021	2023	2025
Viagens por usuário, por mês	4,50	5,25	5,60
Gasto por usuário, por mês (USD)	63,9	76,6	79,8
Gasto por viagem (USD)	14,20	14,59	14,26
EBIT GAAP por usuário, no ano (USD)	(32,6)	7,4	27,5

Fonte: Uber (10-K 2021 a 2025), GeoCapital. Consumidores ativos mensais do quarto trimestre de cada ano.

A queda no gasto por viagem é deliberada e vem sendo comunicada pela companhia. A Uber tem repassado ao consumidor os ganhos de eficiência que obtém com escala, através de produtos de ticket menor como o Uber Moto e o Uber Share, em que o passageiro divide a corrida com outro usuário, e da integração de táxis. Do outro lado, financia essa acessibilidade com produtos premium de margem bruta maior, como o Uber for Business e o Uber Elite, um serviço de chauffeur com motorista profissional e carro de alto padrão. É um modelo de scale economies shared, semelhante ao da Costco: preço menor amplia a base, a base maior traz mais liquidez e mais frequência, e a rede fica mais eficiente. Um competidor de produto único não consegue rodar esse arranjo, porque não tem de onde tirar o subsídio.

O cross-platform é o que amarra tudo isso. Com o usuário já dentro da plataforma de Mobility, a Uber consegue levá-lo para o Uber Eats a um custo de aquisição baixo, porque ele encontra o Delivery dentro do mesmo aplicativo, sem precisar baixar nada, criar novo cadastro ou registrar outro meio de pagamento, enquanto um competidor de entrega precisa gastar em marketing e em incentivos promocionais para conquistar o mesmo cliente do zero. Vale ressaltar que a via funciona nos dois sentidos: segundo a companhia, cerca de 58% dos consumidores que fizeram seu primeiro pedido de Delivery no quarto trimestre de 2025 eram novos na Uber, ou seja, o Delivery também é porta de entrada e não apenas destino.

Consumidores que utilizam Mobility e Delivery geram mais de três vezes os gross bookings de quem utiliza apenas um dos serviços. Essa dinâmica ainda está no início, já que apenas cerca de um em cada cinco usuários elegíveis está ativo nos dois negócios em um mesmo mês, o que consideramos a principal avenida de crescimento da companhia.

Quando esse consumidor passa a usar os dois segmentos, a assinatura do Uber One se torna o caminho natural. O programa já superou 50 milhões de membros e responde por cerca de 50% dos gross bookings da core platform. Os benefícios do programa são melhor aproveitados pelo cliente que utiliza os dois segmentos, e esse membro tende a concentrar na Uber gastos que antes se dividiam entre diferentes aplicativos, o que gera (i) maior frequência, (ii) maior stickiness e (iii) maior gasto por membro. Nesse contexto, é o Uber One que transforma o cross-sell em recorrência, fortalecendo um network effect que historicamente estava concentrado dentro de cada segmento e que agora passa a atuar de forma integrada em toda a plataforma.

Como o usuário entra e se aprofunda na plataforma



Fonte: Uber (10-K 2025, resultados do 1T26), GeoCapital.

Como o usuário entra e se aprofunda na plataforma. Fonte: Uber (10-K 2025, resultados do 1T26), GeoCapital.

Por fim, nossa tese assume uma alocação de capital racional por parte do management, e o histórico recente sustenta essa premissa. A companhia iniciou um processo de devolução de capital ao acionista, com o primeiro programa de recompra autorizado em fevereiro de 2024, em USD 7 bilhões, e ampliado em julho de 2025 com mais USD 20 bilhões. A companhia gerou quase USD 10 bilhões de fluxo de caixa livre em 2025, com conversão alta e necessidade baixa de capital para crescer, e o que vemos é um management cada vez mais inclinado a devolver esse caixa ao acionista via recompra de ações.

Veículos autônomos

A ação da Uber chegou a subir cerca de 60% em 2025, atingindo sua máxima histórica, e desde então devolveu boa parte desse movimento. O principal fator por trás da queda foi a preocupação do mercado com veículos autônomos, especialmente a partir de 10 de dezembro, quando a Waymo anunciou ter ultrapassado 1 milhão de viagens em um único mês. Na ocasião, a ação da Uber caiu cerca de 5% e, a partir daí, praticamente qualquer notícia relacionada à Waymo passou a pressionar o papel. Para dimensionar a diferença de escala, nesse mesmo mês de dezembro a Uber realizou 15,3 milhões de corridas somente na cidade de Nova York — ou seja, em pouco mais de dois dias em Nova York a Uber fez mais corridas do que a Waymo em todo o mês nos Estados Unidos.

A demanda por corridas não é constante ao longo do tempo, mas se comporta como uma onda, com picos e vales de amplitude grande. Segundo a companhia, em Austin a demanda de uma segunda-feira típica é de cerca de 45% da de um sábado, enquanto os vales diários chegam a apenas 5% dos picos da semana. Como o produto que o consumidor compra é o tempo de espera, manter o ETA estável durante um pico exige ter oferta disponível no momento em que ela é mais escassa, e a Uber administra isso porque sua oferta é flexível: quando a demanda sobe, ela aumenta o incentivo ao motorista e aplica preço dinâmico ao passageiro; quando a demanda cai, os motoristas deixam de dirigir, e o custo dessa capacidade ociosa não fica no balanço da companhia.

Uma frota dedicada de AV's não tem essa propriedade. Quem opera sozinho precisa dimensionar a frota para algum ponto da curva, e as duas escolhas são ruins: dimensionar para o pico significa manter veículos parados durante boa parte do tempo, e dimensionar para a média significa não atender o pico, que é quando o consumidor mais valoriza o serviço. Segundo a Uber, em San Francisco, hoje o mercado mais maduro de AV's, os serviços 1P já deixam demanda na mesa nos horários de pico, com ETA médio pelo menos 25% superior ao da Uber, enquanto nas horas de menor movimento esses veículos ficam ociosos.

Em nossa visão, é por isso que a estratégia da Uber tem sido investir na escala da indústria, e não em um veículo próprio. A companhia é parceira da Nvidia em uma arquitetura de referência de hardware e sensores que torna qualquer veículo apto ao nível 4 de autonomia, e também nos modelos abertos de direção autônoma que a Nvidia lançou em janeiro sob o nome Alpamayo. Em paralelo, vem fechando acordos com praticamente todos os desenvolvedores relevantes: a Zoox, da Amazon, anunciou em março que colocará seus robotaxis no aplicativo da Uber em Las Vegas e depois em Los Angeles, o que marca a primeira vez que a companhia opera fora do próprio app. Nos mercados internacionais a Uber já roda com a WeRide em Abu Dhabi e Dubai e tem lançamentos anunciados em cidades como Londres, Madri, Munique e Tóquio. O efeito prático é reduzir a barreira de entrada e multiplicar o número de players capazes de produzir e operar um AV.

Um mercado de AV's fragmentado favorece a Uber. Quanto mais operadores existirem, menor a chance de qualquer um deles construir sozinho uma base de demanda suficiente para manter seus veículos ocupados, e mais relevante se torna a plataforma que já concentra a demanda e sabe distribuí-la ao longo da onda. O mercado parece precificar esse debate como um jogo binário entre Uber e Waymo, quando a companhia vem se posicionando como agregadora de demanda em um ecossistema fragmentado.



Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda dos fundos sob gestão da GeoCapital, nem tampouco como uma recomendação de investimento ou desinvestimento em nenhum dos valores mobiliários citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. A GeoCapital não se responsabiliza por eventuais erros, omissões ou imprecisões nas informações divulgadas. Os índices comparativos de rentabilidade aqui expostos podem tratar-se de mera referência econômica e não meta ou parâmetro de performance. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. O investimento em fundos de investimentos apresenta riscos. Leia cuidadosamente o prospecto ou regulamento antes de investir. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador, pelo gestor, ou por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito, em qualquer jurisdição. A rentabilidade do Fundo divulgada nesta carta não é líquida de impostos. Supervisão e Fiscalização da Gestora: Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.