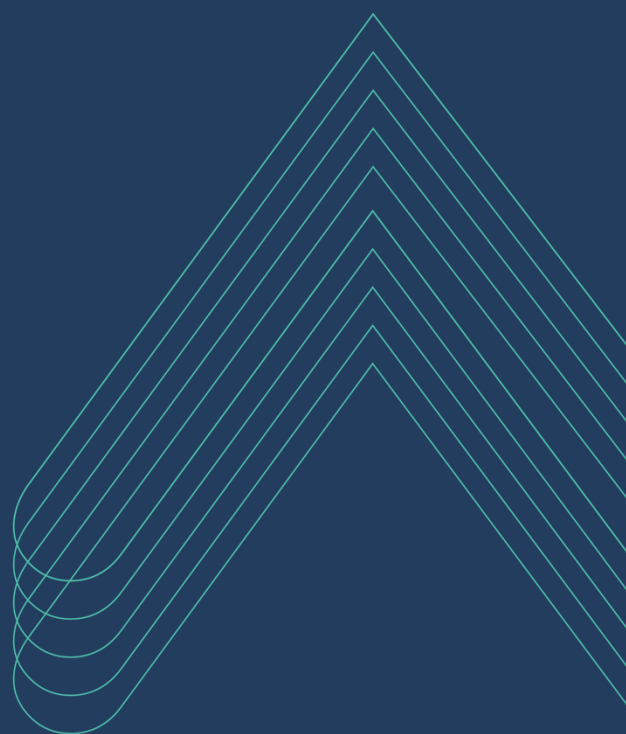




Relatório de Gestão
2º Trimestre de 2025





Portfólio

Em BRL*	2T2025	12 meses	24 meses	36 meses	60 meses
Nextep Global Equities Long Only	-1,44%	9,11%	50,51%	56,71%	71,51%
MSCI World	5,57%	11,46%	53,93%	64,78%	82,08%
IBOV	6,60%	12,06%	17,59%	40,91%	46,08%

Em USD	2T2025	12 meses	24 meses	36 meses	60 meses
Nextep Global Equities Long Only	3,59%	12,18%	32,66%	50,40%	71,34%
MSCI World	10,96%	14,66%	35,72%	58,14%	82,87%
IBOV	12,04%	15,22%	3,64%	35,23%	45,93%

*Fundos não possuem hedge cambial

A tônica do mercado no segundo trimestre deste ano não foi tão diferente daquela do primeiro: volatilidade, crescentes tensões geopolíticas, uma política econômica americana errática, e o pior início de ano para o dólar desde 1987.

Do ponto de vista das empresas que investimos e cobrimos, os resultados trimestrais reportados ofereceram pontos qualitativos importantes para o nosso acompanhamento – incluindo revisões de *guidance* que incorporam o impacto das tarifas implementadas pelo governo norte-americano. Enquanto entendemos que o contexto atual dificulta a tomada de decisões por parte das empresas e tem impacto direto na previsibilidade de resultados operacionais, sabemos que nossas empresas têm uma capacidade acima da média de navegar esse tipo de ambiente.

Seguimos tentando explorar discrepâncias entre preço e valor – especialmente aquelas motivadas por curto-prazismo – e investindo em empresas de alta qualidade lideradas por executivos(as) competentes e experientes. Neste relatório, discutimos uma delas: o conglomerado espanhol Inditex. Destacamos os pontos cruciais da tese de investimento e, como sempre, convidamos nossos leitores a entrarem em contato com qualquer dúvida, crítica ou troca.

No ano, o fundo registra alta de 4,42% em dólares - uma queda de 8,34% em reais, dada a desvalorização do dólar. De 2022 para cá, quando a gestão atual assumiu, a performance do nosso fundo long only é de 24,2% em dólares, comparado a 24,6% do MSCI World. No trimestre, encerramos duas posições e acrescentamos uma. Hoje, o portfólio é composto por 12 empresas.

O modelo

Em 1963, o espanhol de 27 anos, Amancio Ortega, abriu a Confecciones GOA, uma pequena oficina de costura. Doze anos depois, em 1975, ele expandiu seu papel de fabricante para varejista ao abrir a primeira loja da Zara em A Coruña. A década de 80 marcou a consolidação do grupo como Inditex e o início de sua ambiciosa jornada de internacionalização. Na década de 90, adicionou as marcas Pull&Bear, Massimo Dutti, Bershka e Stradivarius ao conglomerado.

Hoje, a Inditex é um dos maiores conglomerados de varejo do mundo e suas marcas operam no espectro mais *premium* do *fast fashion*. A Zara é sua maior marca, respondendo por mais de 70% das vendas e lucros do grupo, gerando receita superior a EUR 28 bilhões em 2024. Crescendo a um CAGR de 10,2% pelos últimos 20 anos, com margem operacional de 20% e retorno sobre capital empregado de 36%, é a jóia do conglomerado.

As demais marcas do grupo – Bershka (7% das receitas), Stradivarius (7%), Pull&Bear (7%), Massimo Dutti (5%) e Oysho (2%) – oferecem complementaridade em termos de posicionamento, garantindo exposição a diferentes perfis demográficos e econômicos dentro do fragmentado setor de varejo. Todas as suas marcas operam com *full price*, permitindo promoções apenas em períodos curtos e com escopo limitado para a limpeza de estoques. Esse modelo se distingue dos seus concorrentes e contribui para o seu perfil de lucratividade superior.

Em termos geográficos, a Inditex obtém 49% de suas receitas na Europa (excluindo a Espanha), 19% na Espanha, 15% Ásia-Pacífico, 9% América do Norte, 8% América Latina e 3% Oriente Médio e Norte da África. A Zara, especificamente, apresenta menor exposição a Europa e Espanha, e o tamanho pequeno dos EUA no mix configura uma oportunidade de crescimento para a marca - esforço esse que certamente favorecerá as demais marcas quando elas passarem por esse estágio da internacionalização.

A seguir, apontamos os aspectos do modelo que consideramos fundamentais para a construção de suas vantagens competitivas sustentáveis que, em nossa análise, têm a capacidade de gerar valor para os acionistas minoritários no longo prazo.



Eficiência operacional: o centro da vantagem competitiva

A estrutura operacional da Inditex é, na nossa visão, o centro de sua vantagem competitiva. Ao longo do tempo, a empresa desenvolveu um modo de operação que ancora um modelo rápido, flexível, eficiente e lucrativo.

A forma que a companhia trabalha com sua base de fornecedores é única na indústria. Só a Zara trabalha com mais de 1,700 fornecedores, em 8 mil fábricas, aproximadamente metade destes são usados para tecidos, ~300 para corte, ~600 para costura, tingimento e finalização. Cada artigo de roupa finalizado vai para a sede da Inditex na Espanha, onde são inspecionados antes de serem distribuídos para as lojas.

Embora todo o *design* seja centralizado na sede espanhola do grupo, e o período de pré-produção leve entre 3 e 4 semanas, a Inditex opera com três modalidades de produção distintas. Cerca de 30% dos artigos são produzidos com *short lead time* (4 semanas) no Marrocos e em Portugal. Outros 30% têm prazo semelhante, mas são fabricados na Turquia. Os 40% restantes têm um *long lead time* (10 a 12 semanas), e são produzidos na China, Bangladesh, Paquistão e Vietnã. Esse componente é essencial pois garante o maior diferencial da Inditex: a proximidade das fábricas ao seu mercado de consumo; nenhum outro *player* tem essa configuração.

As relações com os fornecedores tomam duas formas diferentes: um modelo *Free on Board* (FOB) e um modelo *Cut, Make, Sew* (CMT) – este último introduzido pela Zara. O primeiro é o mais comum no segmento, no qual o fornecedor é responsável pelos produtos até que sejam enviados ao varejista. A Inditex o utiliza nos serviços de *near lead time*.

Já o modelo CMT, introduzido pela Zara, é mais estratégico. Nele, a companhia compra tecidos diretamente de fabricantes têxteis (geralmente na Turquia), selecionando a qualidade e quantidade adequada para sua necessidade, e os envia para centros de manufatura, predominantemente no Marrocos.

O modelo de negócios CMT se apoia na escala da Inditex para negociar melhores preços de tecidos diretamente com os fornecedores turcos, e ao mesmo tempo em sua flexibilidade e rapidez para reagir às novas tendências da moda. A Zara, por exemplo, mantém o tecido cru



estocado nos depósitos de fornecedores na Turquia, aguardando dados de vendas para então decidir as cores e os cortes que serão enviados aos seus parceiros de produção em Marrocos e Portugal.

Uma vez manufaturados, os produtos são rapidamente distribuídos por frete aéreo pela rede global da Inditex. A companhia é estruturada para conseguir enviar produtos para qualquer loja sua no mundo dentro de uma semana. Esse tipo de aproximação é crucial para garantir a eficiência da distribuição do estoque, evitar desperdícios e conseguir usar sua estrutura física de lojas como pontos de distribuição para o canal *online*.

Para otimizar ainda mais os processos que se dão após a manufatura, a Inditex tem implementado o programa *Radio Frequency Identification* (RFID) em todas as suas marcas. Essa tecnologia, que utiliza ondas de rádio emitidas por um chip presente na etiqueta de cada item individual para identificar e rastrear produtos, transformou radicalmente as operações da empresa, desde os centros de distribuição até a experiência do cliente nas lojas físicas e online (tanto no *app* quanto no *site*).

O RFID garante acuracidade quase total do estoque, facilita a reposição de itens, agiliza o processo de compra para consumidores e lojistas, e automatiza tarefas como a contagem de estoque e o recebimento de mercadorias, o que aumenta a produtividade da equipe.

A Inditex aloca o estoque com base em dados de vendas de coleções anteriores. Por exemplo, para um vestido preto de EUR 20, a equipe de distribuição usa o histórico de vendas de itens semelhantes para identificar as lojas com melhor desempenho e direciona o estoque atual para elas. Ao contrário de outros varejistas que enviam coleções completas para lojas de alta performance, a Inditex adota uma abordagem mais granular, comparando item por item.

A métrica-chave usada para controlar a reposição das peças é *sales coverage* – os dias de venda até que o estoque de um SKU específico se esgote. Três semanas é o parâmetro de referência: se um SKU tem previsão de esgotar em menos de três semanas, a reposição do item é acionada.

Em casos em que há excesso de estoque, a companhia ou reduz o preço (sem classificá-lo como promoção) ou faz pequenas promoções ao final de cada coleção. Essa prática difere



significativamente da competição que, devido a um controle de estoque inferior e margens menores, adota maior atividade promocional.

O que amarra e alavanca toda essa eficiência, na nossa concepção, é o *omnichannel* que a Inditex construiu ao longo dos últimos 20 anos – que oferece uma integração impressionante entre *online* e *offline*.

A estratégia se resume em reduzir o número de lojas físicas, concentrando a rede em locais *premium*, enquanto investe na revitalização das localidades remanescentes, transformando-as em verdadeiras *flagship stores*, maiores e mais atraentes. Assim, nos últimos cinco anos, a Inditex reduziu seu número de lojas em 26%, enquanto o espaço total das mesmas caiu apenas 9%. Esse programa de otimização se reflete diretamente em um aumento de produtividade das lojas, com um aumento na receita média por unidade de cerca de 80% no período (e aproximadamente 50% em termos de vendas por metro quadrado). Este ambiente físico cada vez mais eficiente é muito bem complementado pelo *online*: a Inditex encerrou o ano de 2024 com 218 milhões de usuários de seus aplicativos - um alcance impressionante, ainda mais considerando que reportou 152 milhões de usuários em 2023.

A velocidade dessa cadeia de suprimentos e a robustez do seu *omnichannel* criam um círculo virtuoso: maior rapidez gera mais novidade e aumenta a rotatividade do estoque, o que resulta em menor tempo de prateleira dos itens e, conseqüentemente, em mais visitas às lojas. Paralelamente, a experiência *omni* facilita o ponto de contato com o cliente, cria maior engajamento e aumenta o seu *lifetime value*. Essa dinâmica é resultado de tomada de decisão guiada por dados e configura um mecanismo de crescimento sustentável, com alto nível de retorno e lucratividade – tanto por conseguir vender a preço cheio, quanto por exercer um bom controle de custos sobre toda a cadeia.

A manutenção e ampliação desse pilar estratégico exigem investimentos contínuos, e só funcionam pois os controladores e executivos entendem a importância dele para o crescimento do negócio. A empresa segue sinalizando que pretende alocar capital para isso – muitas vezes, para desgosto do mercado curto prazista. Para nós, esse é um sinal claro de comprometimento com o que realmente importa: ampliar o *moat* da companhia para torná-la mais durável e lucrativa.

Além da Zara: a força das outras marcas

Como abordamos anteriormente, a Zara é a marca mais importante e globalizada do conglomerado. É natural, então, que a atenção de analistas e investidores seja desproporcionalmente voltada para ela. No entanto, é crucial destacar as demais marcas do grupo, que representam negócios com crescimento robusto, alto retorno sobre capital empregado e amplas avenidas de crescimento. Isso inclui, principalmente, a expansão internacional, maior penetração do canal online e o aumento de margem mediante ganhos de escala.

A tabela abaixo mostra os excelentes números que essas marcas têm apresentado ao longo de sua trajetória, o alto retorno sobre capital empregado e o espaço que ainda possuem para melhorar a produtividade das lojas, buscando alcançar o nível da Zara. Outro aspecto importante é a diversidade de posicionamento das marcas, o que, em nossa visão, cria um portfólio abrangente e complementar para Inditex.

Conceito	Sumário	Pares	Fundada/ Adquirida	Vendas (EUR'm)	Vendas CAGR (L20Y)	Margem PBT (%)	ROCE (%)	Lojas (#)	Vendas (EUR'm) per 000'sqm	Geografias (#)
Zara	Mid-premium, emulando <i>high fashion</i>	H&M, Arket, Cos	Fundada 1975	27.778*	10,8%	19,5%	36%	2.150*	8,846,2	94
Bershka	Jovem, divertido, casual	Asos, PrettyLittleThing, H&M, Boohoo	Fundada 1998	2.930	9,9%	18,7%	45%	854	6.084,4	71
Massimo Dutti	Sofisticado a preço mastigável	Reiss, Cos, Arket, Whistles	Adquirida 1991	1.960	8,1%	20,5%	51%	528	8.924,9	71
Pull&Bear	Fácil de usar, descontraído, barato	American Eagle, Hollister, Forever 21, River Island	Fundada 1991	2.469	11,1%	18,6%	48%	800	6.226,6	69
Stradivarius	Divertido, jovem, distintamente feminino	Mango, H&M, Zara	Adquirida 1999	2.664	14,3%	23,1%	70%	835	8.332,3	63
Oysho	Roupas esportivas sofisticadas	Lululemon, Sweaty Betty, Tala, Adanola	Fundada 2001	831	15,0%	17,6%	51%	396	8.929,6	55
Zara Home	Alavanca a marca da Zara em estilo de vida	Ikea	Fundada 2003	1.209**	n/a	n/a	n/a	427	n/a	69

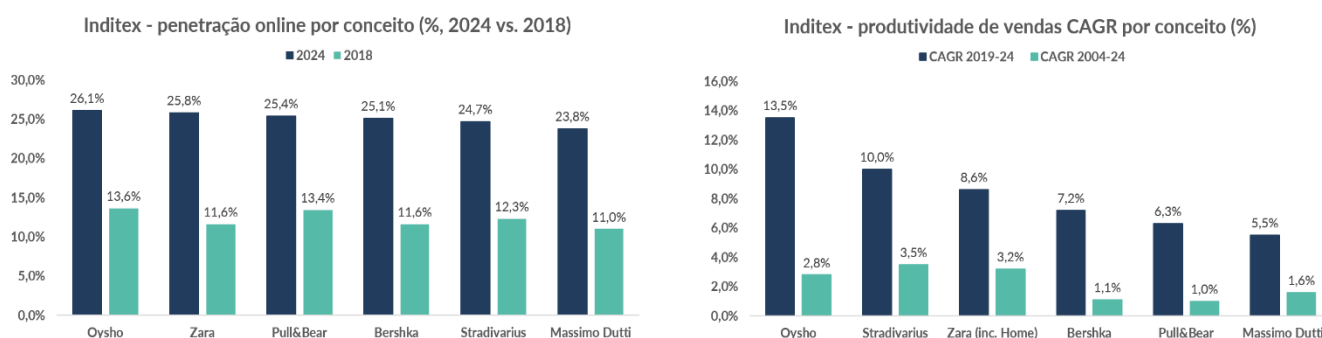
FY24 reportado. * - inc. Zara Kids and Home, ** - receita estimada
Fonte: Relatórios da empresa, Bernstein estimates and analysis

Vale ressaltar a diferença entre o perfil da clientela de cada marca. A Massimo Dutti, por exemplo, atrai um público mais velho e de maior poder aquisitivo: 78% de seus consumidores têm mais de 34 anos e 62% pertencem às classes de renda mais altas. Em contraste, a Bershka



se destaca por ter a clientela mais jovem, com 59% dos clientes com menos de 34 anos. Esta, juntamente com a Pull&Bear e a Stradivarius, concentra seu público nas faixas de renda mais baixas, com aproximadamente 45% de seus clientes nesses segmentos. A Zara, por sua vez, apresenta um perfil de idade um pouco mais maduro que as marcas mais jovens, com 71% de seus clientes com mais de 34 anos, enquanto Pull&Bear e Stradivarius possuem uma concentração de consumidores na faixa intermediária de 25 a 44 anos.

Como indicam os gráficos abaixo, todas as marcas têm, nos anos recentes, acelerado o ritmo de ganho de produtividade de suas lojas e, também, aumentado a penetração do online em suas vendas. Acreditamos que essas duas métricas ainda têm espaço para progredir. Ambos vão contribuir para o crescimento das marcas, promovendo ganho de escala delas, o que amplia a vantagem competitiva deles na parte de sourcing, produção, distribuição, reposição e *sell through*.



Por essas razões, destacamos as demais marcas como pontos de força para a empresa e potenciais fatores de redução da dependência da Zara - um aspecto que, particularmente, não nos preocupa. A Inditex conta com seis marcas bem geridas, com amplas avenidas para crescimento e ganhos de eficiência. Como exploraremos mais adiante neste relatório, o valor do conjunto desses negócios, em nossa visão, parece subdimensionado no momento.



Números e alocação de capital

(em milhões de EUR exceto por ação)	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	CAGR
Receita	16.724	18.117	20.900	23.311	25.336	26.145	28.286	20.402	27.716	32.569	35.947	38.632	7,9%
Margem Bruta	59,3%	58,3%	57,8%	57,0%	56,3%	56,7%	55,9%	55,8%	57,1%	57,0%	57,8%	57,8%	-0,1%
Margem EBIT	18,5%	18,0%	17,9%	17,3%	16,7%	16,5%	17,0%	8,9%	15,8%	17,8%	19,0%	19,7%	0,9%
Lucro Líquido	2.377	2.501	2.875	3.157	3.368	3.444	3.639	1.106	3.243	4.130	5.381	5.866	8,9%
Ações em Circulação	3.117	3.117	3.117	3.117	3.114	3.114	3.114	3.115	3.114	3.112	3.113	3.114	0,0%
ROIC	26,0%	24,2%	25,1%	24,4%	24,0%	22,6%	17,2%	7,3%	15,8%	20,2%	22,1%	23,3%	-0,4%
ROE	25,6%	23,9%	25,1%	24,8%	24,9%	23,5%	24,3%	7,6%	20,6%	24,2%	28,8%	29,8%	2,2%
NOPAT	2.423	2.536	2.896	3.128	3.250	3.337	3.757	1.509	3.412	4.550	5.364	5.925	8,9%
Capital Investido	9.321	10.479	11.530	12.814	13.538	14.772	21.799	20.715	21.619	22.487	24.239	25.405	9,3%
Caixa gerado pela Operação	2.827	3.248	4.500	4.131	3.961	4.029	6.901	3.017	6.754	6.674	8.667	9.288	11,1%
Free Cash Flow	1.969	1.545	2.621	2.686	2.565	3.105	6.142	3.098	5.880	5.823	7.295	6.895	16,1%
Capex	-1.250	-1.796	-1.518	-1.432	-1.772	-1.621	-1.152	-708	-1.126	-1.418	-1.889	-2.672	4,1%
Ciclo de Conversão de Caixa	-42	-36	-42	-39	-34	-40	-57	-48	-59	-46	-61	-69	6,7%
Capital de Giro	-603	-546	-812	-834	-813	-996	-1.709	-961	-1.654	-1.446	-2.225	-2.693	17,3%
Dívida Total	43	10	80	62	16	89	6.850	6.165	5.860	5.454	5.567	5.729	88,6%
Caixa e Equivalentes	4.073	4.189	5.311	6.153	6.403	6.795	8.099	7.574	9.395	10.083	11.422	11.502	10,6%
Dívida Líquida	-4.030	-4.179	-5.232	-6.090	-6.387	-6.706	-1.249	-1.409	-3.535	-4.629	-5.855	-5.773	3,3%
P/E Ratio	29,0	32,6	32,7	30,1	26,7	22,0	26,0	69,0	25,7	21,6	23,0	28,0	-1,5%

Como vimos, uma das principais virtudes do modelo da Inditex reside em sua capacidade de gestão de estoques e fornecedores, cuja rapidez e eficiência são destaque na indústria. A excelência no controle de sua cadeia de distribuição se reflete historicamente em um patamar de margens brutas próximas dos 60%. O modelo de cadeia de suprimentos responsiva reduz o acúmulo de estoques ociosos e, consequentemente, permite uma elevação das vendas a preço cheio.

Outra particularidade da empresa, a centralização de seus estoques, confere maior flexibilidade e velocidade à distribuição. Isso se traduz em um giro de estoque elevado em comparação com seus pares. Soma-se a isso uma grande base de pequenos fornecedores que permite o alongamento dos prazos de pagamento, e temos como resultado um ciclo de conversão de caixa negativo. Na prática, os estoques são vendidos antes mesmo dos fornecedores serem pagos, transformando a logística em um vetor de geração de caixa.

Em termos de alocação de capital, a Inditex historicamente priorizou o crescimento orgânico, reinvestindo o caixa proveniente das operações no próprio negócio - em detrimento de recompras ou dividendos.

Considerando que o negócio é um excelente gerador de caixa, os gastos com capex, ainda que nominalmente elevados, representam apenas uma fração dessa cifra. Dado que a empresa evita aquisições - outra escolha que endossamos -, a alternativa se torna retornar esse caixa para os acionistas. Aqui, observamos uma dinâmica similar a outras empresas de controle familiar¹, que particularmente não nos agrada: o favorecimento da distribuição de dividendos

¹ A família Ortega controla mais de 60% do capital da companhia.



em detrimento de recompras. Desaprovamos essa escolha, uma vez que entendemos o preço atual como descontado, o que tornaria um programa de recompra altamente benéfico para os acionistas minoritários.

Esta dinâmica de acúmulo de caixa, vale acrescentar, vem se acentuando cada vez mais e nos preocupa: ao final do ano fiscal de 2025, a empresa reportou um caixa acumulado de EUR 11,5 bilhões, cerca de 7% do seu *market cap*. Nossa preocupação em torno desse empocamento de caixa é simples: ele tende a diluir o ROIC de uma operação excepcional, enquanto, simultaneamente, perde a oportunidade de aplicar num ativo de alto valor que está descontado - a sua ação. Enquanto o ROIC médio dos últimos 10 anos foi de aproximadamente 21%, quando excluimos o impacto do caixa acumulado e consideramos apenas os ativos operacionais, esse indicador chega a 36%. Assim, pontuamos que a gestão de caixa futura é um ponto de interrogação. É sempre bom lembrar que para nós, investidores de longo prazo, a alocação de capital - boa ou ruim - faz muita diferença no retorno sobre nosso investimento, portanto é certamente um aspecto que acompanhamos de perto.

A competição

Fast fashion foi um vetor fundamental da popularização da indústria de moda nas últimas décadas, que hoje movimentava vendas anuais de cerca de USD 2 trilhões. A indústria é altamente fragmentada, com baixa concentração de mercado até mesmo dentre os maiores *players* — a Inditex tem um *market-share* irrisório de 2%.

A Zara é creditada como a fundadora desse modelo de produção barata e responsiva a novas tendências. Inspirados por seu sucesso, outros grupos globais como H&M, Fast Retailing e, mais recentemente, Shein, adotaram estratégias similares, com variações de estética, *price point*, e atuação geográfica. Nenhum deles, contudo, alcança o mesmo nível de eficiência logística da Inditex — sua principal vantagem competitiva.

Os benefícios de uma cadeia de suprimentos flexível e próxima dos mercados de consumo como a da Inditex são reconhecidos por toda a indústria: *lead times* curtos, capacidade de ajustar a oferta aos gostos de consumo locais, e mitigação de risco-país ao diversificar centros de produção. Na prática, no entanto, replicar essa estratégia é de uma complexidade enorme



— o que explica a superioridade do grupo espanhol aos seus pares. Criar uma operação integrada e localizada envolve custos proibitivos, a necessidade de um investimento inicial elevado e uma completa reorganização de como a empresa estrutura seu modelo de compras. Assim, ainda que o varejo de moda não seja, em essência, um setor de vantagens estruturais, a eficiência operacional da Inditex assegura-lhe uma superioridade duradoura. Replicar essa capacidade é uma tarefa nada trivial - especialmente considerando que a ampliação da escala do conglomerado tende a dificultar ainda mais esse *catch up*.

O acirrado segmento de *fast-fashion* pode ser dividido, para fins de análise, em dois grandes grupos: os gigantes globais, como Inditex, H&M, Fast Retailing e Shein; e os competidores de menor escala, com atuação regional ou raízes digitais, como Mango, Next e outros. Neste estudo, nosso interesse se concentra nos competidores de escala similar à Inditex, incluídos no primeiro grupo:

H&M

Sourcing, pricing, governança, percepção de qualidade dos produtos, são alguns dos vários pontos que diferenciam o grupo sueco e a Inditex. A qualidade inferior de execução, acima de tudo, permeia todas essas diferenças e é refletida na péssima performance do negócio nos últimos anos: margens em queda vertiginosa, receitas com crescimento módico e péssima gestão de estoques marcam o passado recente da H&M. Diante de tantos problemas, houve sucessivas trocas do comando da companhia, com 3 diferentes executivos ocupando o cargo de CEO, sem qualquer fruto até agora.

Os principais problemas da empresa escandinava giram em torno do aumento da competição — por conta da ascensão de *ultra-fast fashion players* como Shein e Temu —, da péssima gestão de estoques, de um acúmulo de lojas pouco rentáveis, e de uma cadeia de suprimentos pouco responsiva. Combinados, esses elementos geraram uma degradação da rentabilidade do negócio: sua margem operacional caiu de 23% para 7% nos últimos 15 anos:

- Estoques: o acúmulo de estoques, com giro superior a 130 dias, exige descontos contínuos, prejudicando as margens e a percepção da marca. Acelerar o giro para 90 dias (4x ao ano - acompanhando as estações) geraria novidades e aproximaria a



companhia da Inditex. Contudo, ao longo da última década a H&M nunca foi capaz de operar com giro abaixo de 100 dias.

- *Supply Chain*: diferente da Inditex, a H&M concentra a maior parte de sua produção na Ásia. Apesar do menor custo, o *lead time* é de 6 a 9 meses. Isso exige comprometimento antecipado com volumes expressivos de produtos, aumentando o risco de estoque e *fashion* devido à incerteza sobre a aceitação do consumidor. A Inditex, em contraste, repõe rapidamente seus produtos mais vendidos e minimiza perdas de itens com baixa demanda, pois seu *lead time* é de semanas, e produz em menores quantidades, permitindo uma resposta ágil às mudanças nas tendências de consumo e *design*.
- Número excessivo de lojas: entre 2009 e 2019, a H&M promoveu uma expansão agressiva de lojas, sem um crescimento de receita proporcional, ao contrário da Zara. O resultado foi uma contração significativa da produtividade das lojas: uma loja da H&M gerava em média €4,8 milhões por ano em 2010; em 2019 esse valor era ~10% menor. Em resposta, a empresa promoveu nos últimos anos uma estratégia similar à da Zara, de fechamento de lojas e enxugamento de despesas, mas essas iniciativas ainda não renderam frutos. Hoje, uma loja da Inditex tem uma produtividade média 45% maior do que uma da H&M.

Além de uma gestão que deixa a desejar, a H&M enfrenta um problema crítico de posicionamento de marca. Sua linha de produtos carece tanto da sofisticação para rivalizar com a Inditex no segmento "*fast fashion* de luxo" — do qual, argumentamos, o conglomerado espanhol se apropriou — quanto da acessibilidade dos concorrentes chineses Shein e Temu. Essa situação leva o mercado a crer que a H&M comercializa produtos pouco atrativos, por preços pouco competitivos, e os vende pelos canais errados, resultando em um posicionamento de marca equivocado.

Shein

Os pares chineses levaram o modelo de "*on-demand manufacturing*" ao extremo. É similar àquilo que a Inditex faz, mas em outra escala. Tanto Temu quanto Shein focam em um modelo ultra veloz sem lojas físicas. Dessa maneira, as duas são capazes de rapidamente atualizar a oferta a novas tendências: elas fazem pedidos aos fornecedores para serem entregues em



dias, contam com dados em tempo real para analisar rapidamente a demanda e repor os pedidos conforme necessário - incluindo extrair dados de redes sociais para definir *designs*. Essa rotatividade reduz a necessidade de armazenamento e limita o risco de estoque. Se o tempo entre design e produção é curto, o de *delivery* também é, apesar da distância entre as fábricas (China) e os mercados consumidores. Ambas empresas utilizam frete aéreo, o que garante que os produtos atravessem o mundo e cheguem na casa dos clientes em poucos dias.

A Shein gerou USD 38 bilhões em vendas em 2024. Apesar de similar em tamanho à Inditex, sua margem de lucro é baixa, de somente 2,6%, quase 6 vezes menor do que a do grupo espanhol. O curto tempo de vida da marca chama a atenção: em menos de 15 anos a Shein saiu do papel para ser a segunda maior varejista de *fast fashion* do mundo. A proposta central de valor da marca é oferecer estilos atualizados a preços competitivos. Se um consumidor gostar de um produto na H&M ou na Zara, ele consegue facilmente encontrar um estilo similar na Shein por um preço de 50% a até 70% menor. A alta responsividade de sua produção e os baixos preços dos produtos são atribuídos à cadeia de suprimentos '*best in class*', que faz do tempo entre o design de uma peça e sua produção inferior a 10 dias. Toda a força produtiva da empresa é concentrada na China (Guangzhou), mas nada é vendido no país. A produção é toda baseada em pequenos fornecedores — cerca de 5.400 fábricas — que produzem itens todos os dias em pequenos lotes, o que permite que a empresa introduza estilos novos, teste o apetite do mercado e reponha pedidos de peças bem sucedidas conforme a demanda aumenta. O objetivo é atrelar ao máximo a produção à demanda. No site/app, há mais de 600.000 produtos disponíveis e mais de 10.000 estilos são adicionados todos os dias — 46 vezes mais do que a Zara e 72 vezes mais do que a H&M, segundo dados de 2022. O fato da Shein não acumular estoques nos mercados de destino facilita esse modelo de produção altamente responsivo — segundo a empresa, somente 2% de sua produção não é vendida, muito diferente da média de 30% da indústria.

A cereja do bolo do modelo das duas empresas era, até recentemente, a isenção tarifária que muitos países concediam a artigos importados de baixo valor unitário. Em 2025, no entanto, essa brecha tributária, presente nos principais mercados consumidores do mundo, em especial Estados Unidos e Europa, foi extinta. O resultado dessa medida, potencialmente, será



elevação de preços dos produtos chineses, reduzindo sua competitividade, o que beneficiará a Inditex.

Combinados, todos esses elementos permitiam que as duas empresas chinesas vendessem diretamente das fábricas na China, não acumulassem estoques nos mercados de destino, tivessem preço muito baixo, e estivessem sempre alinhadas com as tendências do momento. É o que se tinha mais próximo de uma produção sob demanda em larga escala. Agora, sem o benefício tributário nos maiores mercados ocidentais, esse modelo se tornará menos eficiente, mas não pouco competitivo.

Através de preços, a Inditex é incapaz de competir, e sequer tenta, já que oferece uma proposta de valor diferente e bem definida. Os consumidores podem migrar para a Shein e Temu por preços baixos e rápida rotatividade de tendências, mas as marcas da Inditex, principalmente a Zara, mantêm uma aura de estilo e qualidade que as duas não conseguem replicar. Essa distinção ajuda a Zara a se destacar de seus rivais de *ultra-fast fashion* – posicionando-se deliberadamente acima.

Fast Retailing

O grupo japonês tem um posicionamento de marca diferente dos demais. Enquanto a Zara e a H&M perseguem tendências, as peças da UNIQLO têm uma estética permanente, de modo que seus itens básicos pouco mudam entre as estações. Suas marcas são sustentadas, acima de tudo, por uma reputação de qualidade e durabilidade. Dessa maneira, enxergamos seus produtos como complementares à oferta da Inditex, i.e., os itens dos dois grupos podem compor harmoniosamente o guarda-roupa de uma mesma cliente, frequentemente servindo diferentes propósitos.

A empresa tem nove marcas sob seu controle, sendo a mais importante delas a UNIQLO, que responde por 85% das receitas e 90% do lucro operacional do grupo, com uma margem de ~17%. Apesar de operar em todo o mundo, sua atuação ainda é, de certa forma, regional. Somente Japão e China combinados representam cerca de 60% das receitas totais, o que indica que há potencial de expansão para o Ocidente, em especial na Europa e nos EUA. Nessas localidades, a UNIQLO tem baixa penetração, com apenas 76 e 61 lojas,



respectivamente. Além do potencial de expansão, a produtividade por loja nessas localidades é bastante superior à do Japão, seu principal mercado e já saturado.

A maior parte de seus produtos são produzidos na Ásia, em especial na China, e a empresa não é proprietária de nenhuma fábrica. Por conta da desvalorização do lene e do seu posicionamento — que a blinda dos pares chineses de *ultra-fast fashion* — a margem da empresa aumentou muito nos últimos anos, apesar de ainda ser inferior à da Inditex. A combinação de potencial de expansão internacional e margens crescentes fazem de seu *valuation* muito mais esticado do que o de seus pares ocidentais.

Desafios e riscos

Quando discutimos riscos, gostamos de separá-los em dois tipos: estruturais e de curto prazo, estes últimos geralmente relacionados a preço. Riscos estruturais representam ameaças capazes de comprometer a base do modelo de negócios de uma empresa. Isso pode ocorrer tanto pela aniquilação do seu propósito (o que é menos provável neste contexto) quanto por uma alteração significativa em seu perfil de lucratividade. Riscos de curto prazo, por sua vez, podem impactar o preço da ação no curto prazo, mas não ameaçam a perspectiva de crescimento da companhia no médio e longo prazo. Para que se encaixem nessa última categoria, os riscos devem, necessariamente, não impactar a tese de investimento de longo prazo e sua concretização deve estar prevista nos modelos de *valuation*. Em outras palavras, nossa margem de segurança deve ser ampla o suficiente para acomodar a concretização de eventos que podem impactar o preço no curto prazo - a mitigação de risco, nesse caso, também vem na gestão do *sizing* da posição.

No tocante aos riscos de curto prazo que podem impactar o preço da ação da Inditex, o primeiro a ser salientado é a expectativa de crescimento de receita que o mercado projeta para este ano fiscal: um avanço de 6% em 2025. Com o resultado do primeiro trimestre, será necessário que as receitas cresçam mais de 8% nos próximos 9 meses para atingir essa meta. A missão torna-se mais desafiadora ao considerarmos que o impacto cambial neste ano deve ser de aproximadamente -3% sobre as receitas, pior do que o inicialmente previsto pela



empresa. Assim, um desapontamento nesse sentido - se não provável, bem possível - deve ter um impacto sobre o preço da ação.

O segundo ponto, também relacionado a expectativas, é o aumento das despesas de depreciação e a consequente corrosão nas margens, que pode começar a se refletir de forma mais expressiva nas demonstrações contábeis a partir do segundo trimestre. Isso ocorrerá principalmente com o início da operação do centro de distribuição Zaragoza II (os ativos fixos no balanço cresceram a *high teens* nos últimos trimestres, reflexo dos investimentos extraordinários dos últimos anos) e com a ampliação de investimentos em tecnologia nas lojas (como o RFID, que já foi totalmente integrado às lojas da Zara e cuja implementação já começou na Bershka e Pull & Bear). Além dos ganhos de produtividade dessas iniciativas, acreditamos que a gestão de despesas e estoques tem sido eficiente. Os centros de distribuição também têm uma vida útil mais longa, o que ajudará a diluir eventuais impactos sobre as margens. Assim, mesmo que, no curto prazo, as margens possam ser afetadas, nosso modelo de *valuation* já incorpora uma redução pontual na lucratividade.

Outro risco a ser mencionado é o câmbio. A companhia opera globalmente e reporta seus números em Euro, estando sujeita à influência das taxas de câmbio em seus resultados. Apesar de claramente ser um aspecto fora do controle da companhia, o mercado muitas vezes pune a ação quando as rubricas são fortemente afetadas pelo câmbio.

Além disso, enquanto empresa de varejo, a Inditex está sujeita a expectativas atreladas ao crescimento do PIB global, ou seja, eventos que alterem a percepção de progresso da economia global tendem a afetar o preço da sua ação.

Estruturalmente, vemos a companhia bem protegida de ameaças exógenas. A competição tem o poder de afetar o crescimento de receitas ao longo do tempo, mas entendemos que tem baixa capacidade de permanentemente alterar o perfil de lucratividade da companhia. Como abordamos acima, a proliferação das marcas de *ultra fast fashion* tem sido mitigada através da *premiumtization* das marcas da empresa e entendemos que a Inditex pode coexistir com elas nesse ambiente competitivo fragmentado e diverso. Em meio a um contexto de rearranjo de cadeias de suprimento, a Inditex exacerba suas vantagens competitivas. Todos os pares são dependentes da produção no Oriente; a Inditex, não. Aproximar os centros de produção aos



mercados de destino seria uma missão quase impossível para os concorrentes --- e, se materializando, reduziria suas margens.

A continuidade dos ganhos de eficiência e manutenção da excelência na parte operacional são elementos importantes para garantir um retorno elevado sobre o investimento na empresa. Nesse sentido, vale destacar também que a importância da execução também se aplica para as iniciativas de ampliação da linha de receita, nomeadamente a expansão da Zara nos EUA e a internacionalização das demais marcas. O sucesso destes movimentos é chave para o crescimento da empresa no médio e longo prazo.

Governança

A Inditex é controlada pela família Ortega desde a sua fundação. Amancio Ortega, um dos homens mais ricos do mundo, detém 65% das ações da empresa através de três veículos – cada ação dá direito a um voto, lhe conferindo efetivo controle sobre o conglomerado. Conhecido por sua discrição e comportamento calmo, antes do IPO não havia sequer uma foto sua, e relatos dizem que ele nunca levantou a voz para qualquer funcionário. O fundador sempre atuou na vanguarda da tecnologia, implementando sistemas que aumentaram a eficiência da Inditex, o que lhe rendeu o apelido de "Henry Ford do mundo fashion". Além disso, ele possui um vasto patrimônio imobiliário global, adquirido ao longo do tempo com dividendos pagos pela Inditex.

A visão de longo prazo de Amancio Ortega, focada em gerações e não em resultados trimestrais, é o pilar da governança da Inditex. A profissionalização do conglomerado, iniciada com o IPO em 2001, culminou na ascensão de sua filha mais nova, Marta Ortega, à presidência do conselho em 2022. Hoje com 41 anos, a executiva foi preparada por mais de duas décadas em múltiplas funções dentro do grupo, e sua nomeação representa a continuidade de uma cultura empresarial consolidada, apesar do ceticismo inicial do mercado. Quando assumiu a presidência em 2022, justamente durante o período em que a companhia sofria com a saída do importante mercado russo após a invasão da Ucrânia, enfrentou forte desconfiança do mercado. Na época, a ação chegou a cair 30% em resposta a esses dois eventos.



Ao mesmo tempo em que Marta era anunciada, Oscar Garcia Maceiras foi indicado como CEO para suceder Carlos Crespo, que ocupava o cargo há apenas dois anos. Crespo reassumiu sua posição como COO, mas deixou a empresa em 2023. Ele foi uma das figuras-chave no plano de otimização de lojas e infraestrutura iniciado em 2020. No entanto, com a mudança no foco estratégico da Inditex, sua presença tornou-se dispensável nesta nova fase de expansão.

A estrutura de governança da Inditex desafia deliberadamente as doutrinas convencionais. Em vez de privilegiar um alto número de conselheiros independentes — frequentemente com conhecimento superficial do negócio — a companhia aposta em um conselho com profundas raízes na empresa. Metade de seus membros são executivos ou ex-executivos, incluindo o próprio fundador, o que garante um alinhamento estratégico e uma capacidade de decisão que membros externos raramente possuem. As recentes mudanças em posições-chave, incluindo a de CEO, não representam, portanto, uma alteração de rumo, mas sim ajustes táticos para uma nova fase de expansão.

Entre as mudanças notáveis, destaca-se a saída de Pablo del Bado da Pull&Bear em 2024, onde atuava como diretor desde a fundação da empresa em 1991. Ele foi sucedido por Lucian Dorobantu, ex-diretor da Inditex na Rússia. Adicionalmente, os diretores da Bershka, Antonio Flórez de la Fuente, e da Stradivarius, Jordi Triquell Valls, foram promovidos ao conselho de executivos do grupo.

Dessa forma, a estratégia permanece intacta e a sucessão está resolvida de forma exemplar. Com Marta Ortega consolidando sua liderança, apoiada pela experiência inestimável do fundador e por um conselho de executivos competentes, a questão sucessória na Inditex não é mais uma preocupação, mas um caso de estudo sobre a perpetuação de um legado. Pelos próximos 30 anos, ao menos, a questão sucessória está resolvida.

Nosso case

A tese de investimento na Inditex se ancora na sua principal e duradoura vantagem competitiva: uma eficiência operacional inigualável. Isso se materializa em uma cadeia de suprimentos rápida, flexível e inteligente — que utiliza *sourcing* de proximidade e o modelo CMT para reagir em semanas às tendências —, alavancada por tecnologia de ponta como RFID



e uma estratégia omnichannel robusta que aumenta a produtividade das lojas e o engajamento dos clientes. Este modelo cria um círculo virtuoso de alta rotatividade, poucas promoções e margens superiores - fortalecendo o posicionamento bem definido de suas marcas. Além da fortaleza da Zara, o conglomerado possui um portfólio de marcas complementares com excelentes retornos sobre capital empregado e que contam com amplas avenidas de crescimento internacional e ganho de escala.

Embora a alocação de capital, com preferência por dividendos em detrimento de recompras e um acúmulo de caixa que dilui o ROIC, seja um ponto de atenção, a governança familiar garante um foco geracional. Acreditamos que o preço atual não reflete o valor intrínseco do negócio, oferecendo uma margem de segurança considerável para o investidor de longo prazo, que se beneficiará tanto do fechamento desse "gap" entre preço e valor quanto do crescimento do negócio nos próximos anos.

O ceticismo do mercado parece estar centrado numa mistura de resultados decepcionantes - em parte influenciados pelo câmbio -, um cenário macroeconômico global ainda contaminado pela inflação, e uma preocupação com a competição das "*ultra fast fashion*". Já apresentamos aqui as razões pelas quais não compartilhamos destes receios no horizonte de médio e longo prazos. Da nossa perspectiva, essa sombra será levantada conforme a empresa for demonstrando resiliência e boa execução diante desses pontos de contenção do mercado.

Como elencamos, existem riscos de curto prazo que podem afetar adversamente o preço da ação, mas no médio e longo prazo, temos convicção de que este deve convergir para o valor do negócio. Como buscamos explorar grandes discrepâncias entre preço e valor, estamos expostos a maiores oscilações no curto prazo, quando a visão do mercado pode prevalecer, mas temos convicção de que em janelas longas, o investimento dá frutos.

Ao longo dos últimos 10 anos, o CAGR de receita foi de 7,9%, o ganho anual de margem EBIT foi de 20 bps, e o CAGR de EBIT foi de 9,0%. Nos últimos 5 anos, ela registrou evolução nessas métricas de, respectivamente, 6,4%, 50 bps, e 9,6%. Quando modelamos a empresa, consideramos premissas um tanto quanto modestas em todas as linhas, sensivelmente inferiores às médias supracitadas. Ainda assim, esse cálculo indica um amplo gap entre o preço atual da ação e o valor justo por nós atribuído.



O conservadorismo na modelagem é o que nos permite ter um melhor entendimento da margem de segurança para investir e, como falamos acima, é uma forma de incorporar efeitos adversos de curto prazo. Em outras palavras, conseguimos ter uma visão mais clara do quanto barata está a ação e os números que vemos hoje nos dão confiança nesse sentido.

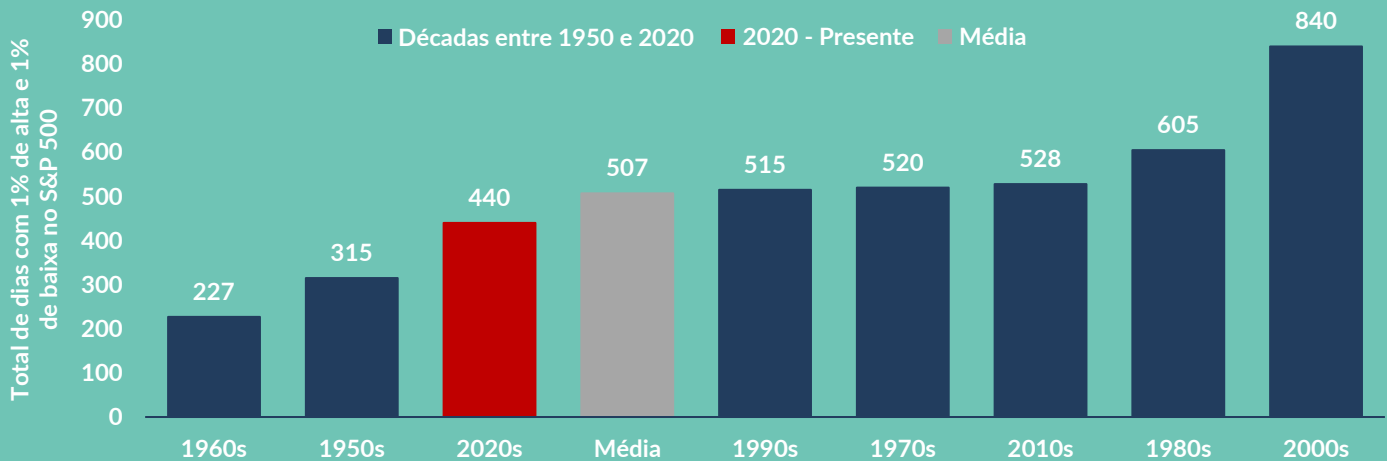
Em suma, a Inditex configura hoje o tipo de investimento que procuramos: uma empresa de altíssima qualidade e durabilidade, muito bem gerida e momentaneamente descontada. A direção estratégica perseguida pela gestão da companhia tende a ampliar a principal vantagem competitiva do conglomerado e reforça o compromisso dela com a saúde e lucratividade do negócio no longo prazo - o que nos transmite segurança enquanto acionistas.



Uma pessoa comum fica acordada por cerca de 900 minutos por dia. Crianças e adolescentes americanos passam, em média, cerca de 270 minutos durante a semana e 380 minutos nos fins de semana olhando para suas telas, de acordo com a Digital Parenthood Initiative. Segundo essa mesma fonte, as telas ocupam mais de 30% de sua vida acordada.

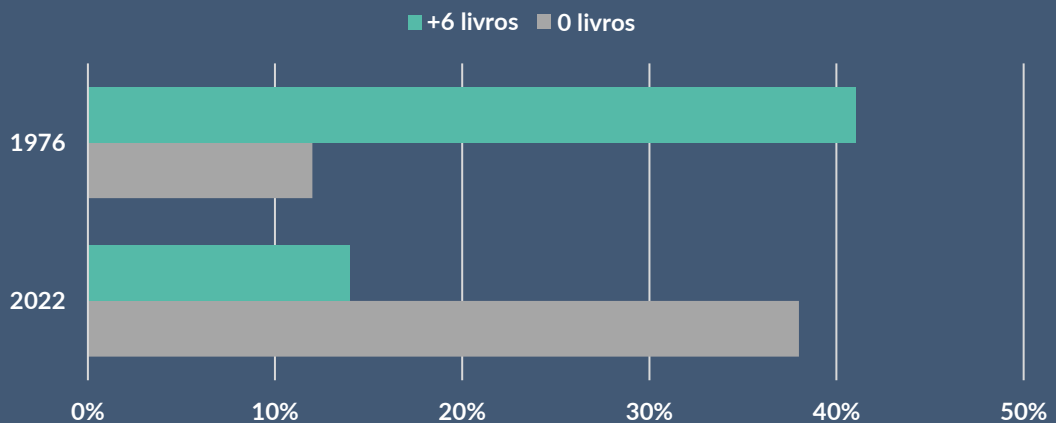
Fonte: The Atlantic

Uma década de volatilidade na década de 2020



Fonte: Fact Research Systems Inc., Standard & Poor's | Até 19-06-2025

O quanto alunos do 3º ano do ensino médio leram por diversão (no último ano)



Fonte: Monitoring the Future



Cerca de 66% dos trabalhadores de tecnologia no Vale do Silício são estrangeiros, de acordo com o think tank Joint Venture Silicon Valley. Empresas de tecnologia americanas como Amazon, Microsoft, Google e Meta estão entre as maiores beneficiárias de vistos H-1B.

Fonte: Wired



“I have a friend who’s a fisherman. He says ‘I have a simple rule for success in fishing. Fish where the fish are.’ You want to fish where the bargains are. That simple. If the fishing is really lousy where you are you should probably look for another place to fish.”

— **Charlie Munger**

“In 58 years, our satisfactory results have been the product of about a dozen truly good decisions – that would be about one every five years.”

— **Warren Buffett**

“The Dow’s passing 4,700 has brought new worries about a nasty correction. The worrying started as soon as we recovered from the last nasty correction, in 1990... Let me go on record with [my] prediction: Another big correction is on the way... Assuming you agree with my forecast, how can we prepare? Mostly by doing nothing. This is where a market calamity is different from a meteorological calamity. Since we’ve learned to take action to protect ourselves from snowstorms and hurricanes, it’s only natural that we would try to prepare ourselves for corrections, even though this is one case where being prepared like a Boy Scout can be ruinous. Far more money has been lost by investors preparing for corrections or trying to anticipate corrections than has been lost in corrections themselves.”

— **Peter Lynch 1995, “Fear of Crashing” article**

“All experts are experts on what was. There is no expert on what will be. To become an expert on the future, vision must replace experience”

— **David Ben Gurion**

“You don’t have to do exceptional things to get exceptional results.”

— **Warren Buffett**

NEXTEP GLOBAL EQUITIES LONG ONLY FIF AÇÕES - IE RL

Junho 2025



O Fundo	Objetivo e Estratégia	Público-alvo
Nextep Global Equities Long Only Fundo de Investimento Financeiro (FIF) em Ações - Investimento no Exterior (IE) Responsabilidade Limitada (RL) é um fundo de ações que investe seus recursos primordialmente em empresas globais com horizonte de investimento de longo prazo. O fundo deverá aplicar parte significativa do seu capital em empresas negociadas no exterior.	O fundo tem como objetivo proporcionar ganhos absolutos de capital através de uma gestão ativa de investimentos, buscando empresas globais que apresentem combinações atraentes de atributos, tais como: (i) equipe de gestão competente e ética, (ii) interesses alinhados entre gestores, controladores e acionistas minoritários, (iii) excelentes modelos de negócios e (iv) preços que proporcionem uma boa margem de segurança e permitam ganhos absolutos substanciais em um horizonte de investimento superior a 5 anos.	Destinado a Investidor Qualificado. O Fundo é recomendado para investidores que busquem retornos absolutos substanciais em um horizonte superior a 5 anos e que estejam, portanto, dispostos a aceitar oscilações de curto e médio prazos.

Desempenho histórico

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Anual	MSCI World	Ibovespa	CPI + 2,5%	CDI
2025 YTD	1,61%	0,47%	-8,90%	0,18%	4,56%	-5,91%	-	-	-	-	-	-	-8,34%	-4,68%	15,44%	-9,36%	6,42%
2024	2,14%	9,50%	5,94%	-2,79%	4,43%	5,60%	2,32%	2,83%	-0,06%	0,96%	8,60%	3,25%	51,20%	48,94%	-10,36%	33,97%	10,88%
2023	3,29%	-0,80%	2,59%	0,17%	1,81%	-2,46%	2,24%	3,44%	-0,87%	-2,05%	5,60%	0,13%	13,55%	11,57%	22,28%	-2,75%	13,05%
2022	-6,63%	-1,78%	-7,31%	-6,12%	-3,75%	0,51%	6,71%	-4,27%	-6,49%	1,27%	5,95%	-2,84%	-23,12%	-23,39%	4,69%	9,86%	12,43%
2021	2,85%	8,23%	2,53%	-1,10%	0,72%	-6,06%	4,70%	1,29%	0,00%	9,69%	-4,68%	0,71%	19,26%	29,17%	-11,93%	17,66%	4,38%
2020	8,86%	-2,03%	6,30%	8,87%	-0,02%	0,51%	-0,52%	9,92%	1,39%	3,04%	2,42%	1,59%	47,42%	47,12%	2,92%	33,99%	2,76%
2019	2,33%	4,52%	4,74%	1,91%	-3,41%	3,34%	-1,38%	6,56%	0,99%	0,80%	8,69%	-3,93%	27,29%	30,23%	31,58%	9,06%	5,96%
2018	0,54%	-1,47%	1,33%	3,53%	7,06%	3,31%	-1,73%	7,66%	-1,84%	-9,66%	-0,22%	-2,96%	4,41%	4,88%	15,03%	22,16%	6,42%
2017	0,58%	1,01%	0,47%	2,68%	3,51%	1,49%	-3,04%	-0,25%	-0,79%	6,64%	1,41%	0,81%	15,18%	22,28%	26,86%	6,55%	9,93%
2016	-0,23%	0,13%	-4,70%	-2,92%	5,56%	-10,80%	4,12%	0,97%	-0,52%	-3,91%	2,47%	-2,75%	-12,84%	-13,65%	38,93%	-14,34%	14,00%
2015	0,59%	11,14%	10,44%	-4,22%	5,67%	-3,55%	11,19%	3,11%	7,24%	2,43%	-0,04%	0,11%	51,90%	45,03%	-13,31%	53,94%	13,24%
2014	0,31%	-0,87%	-1,23%	-0,48%	1,10%	-0,22%	1,53%	0,60%	5,85%	0,57%	8,42%	2,44%	19,06%	15,97%	-2,91%	16,38%	10,81%
2013¹	-	-	-	-	1,65%	2,35%	4,59%	3,44%	-6,05%	1,77%	4,21%	2,43%	14,87%	26,15%	-8,08%	15,67%	5,16%
Desde o início													489,60%	605,63%	147,79%	415,35%	199,92%

	Nextep	MSCI World	Ibovespa	CPI + 2,5%	CDI
2025 YTD	-8,34%	-4,68%	15,44%	-9,36%	6,42%
Últimos 12 meses	9,11%	11,46%	12,06%	1,86%	12,14%
Últimos 24 meses (anualizado)	22,68%	24,07%	8,44%	9,20%	11,91%
Últimos 36 meses (anualizado)	16,15%	18,11%	12,11%	6,48%	12,47%
Últimos 48 meses (anualizado)	7,82%	9,96%	2,30%	9,31%	11,51%
Últimos 60 meses (anualizado)	11,39%	12,73%	7,87%	6,99%	9,60%
Desde o início (anualizado)¹	15,23%	16,89%	7,52%	13,47%	9,17%

Observações

- (1)Fundo estabelecido em 28 de Maior de 2013.
(2)MSCI World considera a variação do dólar frente à moeda brasileira.
(3)CPI + 2,5% considera a variação do dólar frente à moeda brasileira.
(4)Dados utilizados para o CPI se referem a variação do mês anterior.
(5)Os índices MSCI World, CDI, Ibovespa e CPI + 2,5% são de mera referência econômica, e não parâmetros objetivos do fundo.

Métricas de risco

	Últimos 36 meses			Últimos 60 meses		
	Nextep	MSCI World	Ibovespa	Nextep	MSCI World	Ibovespa
Meses positivos	26	24	21	40	37	34
Meses negativos	10	12	15	20	23	26
Maior queda mensal	-8,90%	-7,77%	-11,50%	-8,90%	-9,86%	-11,50%
Maior alta mensal	9,50%	8,68%	12,54%	9,92%	12,11%	15,90%
# Meses > MSCI World	18	-	-	28	-	-
# Meses < MSCI World	18	-	-	32	-	-
Volatilidade Anualizada	16,67%	16,80%	16,93%	17,45%	17,83%	18,56%
Correlação	-	0,9	-0,2	-	0,8	-0,1
Drawdown	-17,07%	-17,80%	-18,35%	-32,65%	-32,74%	-26,50%



	Nextep	MSCI World	Ibovespa	CPI + 2,5%	CDI
jun/25	-5,91%	-0,97%	1,33%	-4,71%	1,09%
mai/25	4,56%	6,59%	1,45%	1,08%	1,14%
abr/25	0,18%	0,02%	3,69%	-0,06%	1,06%
mar/25	-8,90%	-7,77%	6,08%	-2,64%	0,96%
fev/25	0,47%	0,14%	-2,64%	1,34%	0,99%
jan/25	1,61%	-2,24%	4,86%	-4,57%	1,01%
dez/24	3,25%	0,13%	-4,28%	3,65%	0,93%
nov/24	8,60%	8,68%	-3,12%	3,36%	0,79%
out/24	0,96%	3,78%	-3,62%	6,57%	0,93%
set/24	-0,06%	-1,92%	-1,05%	-2,37%	0,84%
ago/24	2,83%	2,80%	6,54%	-0,56%	0,87%
jul/24	2,32%	2,70%	3,02%	1,39%	0,91%
Últimos 12 meses	9,11%	11,46%	12,06%	1,86%	12,14%

Composição setorial / Concentração da carteira

Setor		Exposição	
Consumo Discricionário	43,3%	Segmento de Luxo	21,2%
		Varejo - Vestuário	10,0%
		Varejo Especializado	6,2%
		Construção Civil	5,8%
Tecnologia	29,6%	Software—Infraestrutura	15,6%
		Internet e Serviços de Informaçã	14,0%
Serviços Financeiros	18,5%	Seguros	15,4%
		Serviços de Crédito	3,1%
Total			91,4%
Caixa e Equivalentes de Caixa			8,6%
5 maiores posições			53,4%
Demais posições			38,0%
Total			91,4%
Caixa e Equivalentes de Caixa			8,6%

Patrimônio Líquido (R\$ mil)

PL atual do fundo	46.087
PL médio do fundo nos últimos 12 meses	35.212
AUM atual da gestora	389.943
AUM médio nos últimos 12	366.144

Aplicação mínima inicial

R\$ 5.000,00
R\$ 500,00 via plataformas digitais

Valor mínimo para movimentação

R\$ 5.000,00
R\$ 500,00 via plataformas digitais

Saldo Mínimo de Permanência

R\$ 5.000,00
R\$ 500,00 via plataformas digitais

Horário limite para movimentação

14:30h

Conversão de cotas na aplicação

D + 1 da disponibilidade dos recursos

Resgate

- Solicitação do resgate: diária
- Pagamento do resgate: 5 dias úteis após a conversão de cotas
- Conversão de cotas no resgate: 15 dias úteis contados da data do pedido do resgate, ou o primeiro dia útil subsequente, caso a referida data não seja dia útil

Taxa de administração

- 1,6% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo
- Provisionada diariamente e paga mensal-mente

Taxa de performance

- 15% sobre o ganho que exceder o MSCI World em reais
- Provisionada diariamente e paga semestral-mente

Tributação

- IR de 15% sobre os ganhos nominais, incidente apenas no resgate

Categoria ANBIMA

Ações Investimentos no Exterior

Conta do fundo (para TED)

Banco BNY Mellon – 17
Ag. 0001 – cc 1123-1
Nextep Global Equities Long Only FIF Ações – IE RL
CNPJ 17.703.320/0001-00

Gestor

NEXTEP Investimentos Ltda.
Tel: 21 2540.8210
www.nextepinvestimentos.com.br
faleconosco@nextepinvestimentos.com.br

Administrador

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A
CNPJ: 02.201.501/0001-61
Av. República do Chile, 330–Torre Oeste–14º andar, Rio de Janeiro, RJ – CEP 20031-170
Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC):
Tel: 21 3974.4600
www.bnymellon.com.br/sf
Ouvidoria:
Tel: 0800 725.3219

Custodiante

Banco BNY Mellon S.A.

Auditor

KPMG





faleconosco@nextepinvestimentos.com.br

www.nextepinvestimentos.com.br

