NEXTEP
INVESTIMENTOS

Relatório de Gestão
3º Trimestre de 2026

Portfólio

	BRL*			USD*		
	Nextep	CPI +5%	MSCI-W	Nextep	CPI +5%	MSCI-W
2022	-23,1%	6,0%	-23,4%	-18,9%	11,8%	-19,5%
2023	13,5%	-0,3%	11,6%	23,6%	8,5%	21,8%
2024	51,2%	37,6%	48,9%	18,7%	8,0%	17,0%
2025	4,9%	-4,3%	6,1%	18,1%	7,8%	19,5%
2026 (YTD)	-9,2%	1,5%	4,2%	-3,6%	7,9%	10,7%
Desde o início da gestão**	25,7%	41,3%	40,7%	35,5%	52,4%	51,7%

**Fundos não possuem hedge cambial*
***31/12/2021 - 30/09/2026*

Ao longo dos últimos três meses, a composição da nossa carteira sofreu algumas alterações nos tamanhos das posições e encerramos dois investimentos. Hoje, temos 11 empresas no portfólio.

O desempenho operacional das companhias da carteira ao longo deste ano tem sido muito melhor do que a cota do fundo pode dar a entender. Sabemos que é comum haver descompasso entre a performance dos negócios e a performance de suas ações — inclusive, é nessas janelas que surgem as melhores oportunidades. Temos plena convicção de que essa assimetria entre preço e valor é a nossa maior fonte de rentabilidade para os próximos anos. No longo prazo, a ação acompanha a evolução dos fundamentos e a geração de valor dos negócios, o que, consequentemente, irá se refletir na performance do fundo.

No terceiro trimestre de 2021, escrevemos sobre o Youtube e a oportunidade que enxergávamos ali, mais especificamente na submonetização de seus usuários e na perspectiva de geração de valor para além da venda de anúncios. Desde então, a plataforma evoluiu bastante, assim como o cenário ao seu redor.

Voltamos à empresa neste relatório, começando pela mudança no comando da companhia, que aconteceu em 2023, e compartilhando nossa perspectiva. Em seguida, revisitamos alguns aspectos do modelo de negócios diante da competição, discutimos a ascensão da TV como principal tela de consumo do Youtube e a sinergia com o DeepMind/Google AI.

Ainda, falamos sobre os impactos da política de privacidade da Apple (ATT) na publicidade e como o Shorts e a inteligência artificial podem finalmente destravar o preço dos anúncios. Por fim, analisamos o avanço acelerado das assinaturas e o aparente paradoxo de abrir mão de receita publicitária para cobrar diretamente dos usuários mais valiosos da plataforma.

Youtube

A transição no comando

Uma das mudanças mais relevantes que aconteceram ao longo dos últimos anos na companhia foi a troca de CEO. E para melhor entendermos essa transição, vale falar sobre duas figuras importantes na trajetória do Youtube.

No início dos anos 2000, ao expandir sua operação de publicidade para além das buscas na web aberta, o Google percebeu que o verdadeiro diferencial competitivo do setor não residia em intermediar a compra de anúncios, mas em controlar o lado da oferta — isto é, o *Publisher Ad Server*, software que ditava as regras de venda do inventário de sites parceiros. Ciente de que precisava dessa infraestrutura para controlar a catraca do ecossistema, mas sem tração para desenvolvê-la internamente, a companhia buscou uma solução mais rápida.

A virada de chave definitiva ocorreu em 2007 através de um atalho: a aquisição da DoubleClick por USD 3,1 bilhões, arquitetada por Susan Wojcicki, que, um ano antes, já havia liderado a compra do Youtube. A aquisição se provou uma das mais importantes da história do Google, uma vez que foi a primeira de uma série que estruturou sua *tech stack* de *advertising*.

Na DoubleClick trabalhava Neal Mohan, que atuou diretamente com Wojcicki na integração e formalmente passou a fazer parte do Google em 2007. Em 2015, a executiva chamou Mohan para assumir o cargo de *Chief Product Officer* do Youtube. Assim, quando chegou o momento de Wojcicki se afastar, em 2023, Mohan foi a escolha óbvia.

Esse leve desvio do tema teve dois objetivos. O primeiro foi destacar o quão importante Wojcicki foi para a Alphabet, tendo desempenhado papel central na companhia e contribuído imensamente para seu sucesso ao longo das últimas duas décadas — certamente mais do que recebeu crédito por ter feito. Apesar de ter participado de decisões estratégicas mais abrangentes, a executiva se dedicou majoritariamente ao Youtube e liderou a companhia como CEO por nove anos antes de ter que se afastar por razões médicas. Tragicamente, Wojcicki veio a falecer em 2024 aos 56 anos. O segundo foi mostrar que Mohan é um veterano da companhia e do setor de anúncios, com longa experiência trabalhando diretamente com Wojcicki.

Fica estabelecido que Mohan tinha *big shoes to fill*, mas chegava com boas credenciais. Além disso, pegava uma companhia com competição renovada na forma do TikTok e de *streamers* com bolsos fundos e dispostos a gastar bilhões em produção de conteúdo.

Em 2023, conversamos com um ex-diretor de estratégia do Youtube para entender melhor a transição e saber mais sobre Mohan.

> *His ability to understand the complex nature of stuff is great. The other thing is that he's very calm under pressure, like he doesn't seem to be super flustered by stuff. I mean, he pushes, but he seems pretty calm and able to manage a lot of different things when they're actually happening. The product issues, there were a bunch of issues in Youtube compliance when I was there and he kinda managed through those things very deftly from a product and engineering side. He obviously has tons of Google experience and knows Sundar and knows all these people, so that was obvious. The answer to your question is: Yes, I think he's the right person for the job.*
>
> *Compared to Susan, I found that Neal was less involved in the business side. He was the head of product, which makes sense, but where Susan would involve herself in deal conversations and push on whether we should invest in creators or in original content or bla bla bla business deal, you know? Youtube just invested in Sunday Ticket and bought the rights to Sunday Ticket. The business team was very involved and Susan was very involved. Neal tended to be a little more laid back in those conversations. He was not pushing on whether the numbers made sense or if the deal strategically made sense or how this would actually work with the product.*

Este ano, falamos novamente com ex-executivos do Youtube e discutimos essa transição. As conversas reforçaram que, sob a ótica estratégica, a gestão de Mohan representa muito mais uma continuidade direta do legado de Wojcicki do que uma ruptura de rumos. Mohan preservou a filosofia de colocar os criadores no centro da plataforma e tratou de se aprimorar na frente comercial para suprir eventuais lacunas deixadas por sua antecessora, intensificando agendas de relações públicas e o diálogo direto com grandes parceiros e ligas globais de mídia. Ainda assim, seu norte permanece inalterado: a convicção de que as grandes alavancas de crescimento do Youtube nos próximos dez anos decorrerão de soluções de produto e engenharia — como a consolidação em Smart TVs, o motor de assinaturas e o avanço dos Shorts —, e não apenas de acordos contratuais de licenciamento de conteúdo.

Curiosamente, os relatos indicam que a transformação interna mais profunda e com maior impacto nesse período não necessariamente foi a que ocorreu no topo, mas na cadeira de *Chief Business Officer (CBO)*, com a substituição de Robert Kyncl por Mary Ellen Coe. Enquanto Kyncl encarnava o perfil tradicional dos executivos de Hollywood, mais guiado por intuição, relacionamentos de longo prazo e certa flexibilidade para remunerar parceiros de mídia a fim de manter o ecossistema apaziguado, Coe trouxe maior rigor dado seu background em consultoria e sua experiência escalando o segmento de anúncios para PMEs no Google.

Sua gestão impôs uma disciplina de custos, restringiu repasses a acordos de mídia customizados e substituiu negociações artesanais por sistemas automatizados de autoatendimento voltados a milhões de criadores. Em outras palavras, o braço comercial deixou de ser liderado por mais intuição e passou a ser pautado em dados densos e modelos quantitativos de decisão, alinhando de vez a operação do Youtube à moldura analítica da Alphabet.

O modelo de negócio, revisitado

A maior empresa de mídia do mundo não produz conteúdo: terceiriza seus custos de produção para mais de 20 milhões de criadores. Entre 2021 e meados de 2025, a companhia repassou mais de USD 100 bilhões a criadores, artistas e empresas de mídia. Se somarmos as receitas indiretas dos criadores com patrocinadores externos, o tamanho do ecossistema do Youtube é ainda mais impressionante.

Com tamanho domínio, a companhia segue aumentando a exigência de engajamento para que produtores de conteúdo sejam remunerados. A partir de 1º de fevereiro de 2027, os candidatos ao *Youtube Partner Program (YPP)* precisarão de 1.000 inscritos, além de 8.000 horas de exibição válidas nos últimos 12 meses ou 20 milhões de visualizações válidas de Shorts nos últimos 90 dias para se qualificarem ao compartilhamento de receitas geradas por anúncios e pela assinatura Premium. Na prática, o Youtube dobrou a exigência de engajamento para monetização.

Isso só é possível hoje pelo imenso poder de barganha que o Youtube detém sobre a economia de criadores, ancorado pelas mais de 500 horas de vídeo enviadas a cada minuto e uma base de quase 3 bilhões de usuários. A natureza *capital light* desse modelo de negócios sempre nos agradou, especialmente pela mitigação do risco associado aos investimentos em produção de conteúdo. Como escrevemos em 2021:

> *De maneira geral, o Youtube compete com qualquer serviço de entretenimento que capture a atenção do espectador. Afinal, qualquer tempo gasto assistindo a um vídeo poderia ser gasto em outro lugar. Isso inclui videogames e players de streaming. A diferença fundamental entre eles é que o Youtube não paga para produzir o conteúdo exibido na plataforma, somente reparte receitas. Isto é, enquanto os sucessos são compartilhados, os insucessos são de exclusiva responsabilidade do criador de conteúdo. Obviamente, o modelo é prejudicial à margem bruta de lucro, já que o benefício da alavancagem operacional é parcialmente diluído, mas o risco de um fracasso é totalmente terceirizado.*

A superioridade deste modelo fica ainda mais evidente quando observamos o restante do mercado. Enquanto a Netflix, por exemplo, precisa gastar 10% a mais para gerar apenas 2% a mais de engajamento — o que Scott Galloway chamou de uma "*negative attention arbitrage*" —, o Youtube escala sua audiência a um custo marginal quase nulo. Ainda, nos últimos 4 anos, Disney e Hulu subiram seus preços 4 vezes, Netflix 3 vezes, HBO Max 2 vezes, ao passo que o Youtube manteve a gratuidade de sua oferta principal. Ao operar via compartilhamento de receitas com os criadores de conteúdo, a plataforma elimina o risco de produção, que tem o potencial de corroer as margens, e deixa o *streaming* tradicional refém de orçamentos cada vez mais caros e arriscados para sustentar o próprio crescimento.

Em 2016, a companhia ensaiou um desvio desse modelo ao fomentar o Youtube Originals. A divisão consumiu centenas de milhões de dólares e chegou a entregar alguns sucessos pontuais, como Cobra Kai, mas seu retorno financeiro é desconhecido. Seis anos depois, a divisão foi encerrada, e o Youtube tem se mantido fiel ao modelo de negócios que descrevemos acima, cujo perfil, na nossa visão, é preferível.

O objetivo tático por trás do Originals, contudo, ajuda a explicar esse movimento: o projeto não foi criado com a ideia de que esse modelo de negócio seria mais ou igualmente interessante que o do resto da plataforma, mas para combater a percepção dos anunciantes de que a plataforma era um repositório de conteúdos amadores (a expressão "cachorros em skates" era frequentemente citada, segundo um ex-executivo com quem conversamos), servindo como um "outdoor" de prestígio para atrair grandes marcas.

É importante enfatizar esse aspecto porque demonstra que a gestão não agiu por acreditar que o modelo de negócios da companhia precisava ser melhorado ou, pior, completamente transformado. Nesse sentido, deve-se pontuar que, para além dos custos altos sem retorno compatível, existem outras razões pelas quais optaram por encerrar o programa.

Primeiro, a companhia percebeu que não possuía a competência interna necessária para comissionar, produzir e editar entretenimento televisivo de estúdio. Embora tenham contratado profissionais do setor, a engrenagem criativa de Hollywood era estranha à cultura analítica e de produto da Alphabet. Em paralelo, o Originals cumpriu o papel tático a que se propunha: uma vez elevado o padrão de percepção da plataforma — consolidando na mente de anunciantes e espectadores que o Youtube na sala de estar é televisão de alta qualidade —, a iniciativa perdeu sua principal utilidade funcional.

O fator determinante, contudo, foi de ordem regulatória. O Youtube sempre operou sob a diretriz de não agir com uma agressividade predatória no mercado que desestabilizasse frontalmente as emissoras tradicionais ou o colocasse na mira de órgãos governamentais. Ao financiar, comissionar e deter conteúdo próprio, a empresa enfraquecia sua principal blindagem jurídica perante os reguladores: a tese de que atua estritamente como uma plataforma neutra e aberta, sem controle editorial ativo sobre o que é veiculado. Assumir o papel de produtor criava, portanto, uma contradição, minando esse argumento institucional e trazendo um risco regulatório para um negócio que, financeiramente, gerava retornos marginais muito inferiores aos de seu modelo principal.

A ascensão da Connected TV (CTV) como principal tela de consumo

A TV ultrapassou os dispositivos móveis e virou a principal tela de consumo do Youtube nos EUA — marco oficializado pela empresa no início de 2025, impulsionado por um volume global que superou 1 bilhão de horas diárias assistidas exclusivamente em aparelhos de televisão. A Nielsen mostra o Youtube na liderança ininterrupta do *streaming* em televisores norte-americanos desde o início de 2023, abrindo uma distância cada vez mais expressiva sobre a vice-líder Netflix: em julho de 2026, a plataforma alcançou 14,2% de todo o tempo de exibição nos EUA — quase o dobro dos 7,8% registrados pela concorrente —, e, em agosto, renovou o recorde, com 15,8%.

O Youtube TV conta com 8 milhões de assinantes, enquanto o Youtube Music e a assinatura Premium somam mais de 150 milhões de assinantes, incluindo períodos de teste. Embora a Alphabet não isole a receita de assinaturas do Youtube — consolidando-a em uma categoria mais ampla que inclui outros serviços da empresa —, ela divulga o valor total desse segmento. No terceiro trimestre de 2026, a cifra foi de USD 14,3 bilhões, alta de 11% sobre o mesmo período do ano anterior, com o faturamento do segmento alcançando cerca de USD 53,1 bilhões nos últimos 12 meses. Vale a ressalva de que nem todo esse crescimento vem do Youtube: segundo a própria companhia, a demanda por planos de AI do Google One também contribuiu, e o ritmo da linha desacelerou em relação aos 15% do trimestre anterior.

Enquanto TikTok e Instagram cresceram em formato vertical, o formato natural do Youtube sempre foi horizontal (16:9), nascido nas telas de computadores. Isso tornou a experiência altamente transponível para a tela da televisão, dando à plataforma uma década de vantagem sobre as redes sociais verticais na disputa pela sala de estar.

A transição para a tela principal da casa não ocorreu como uma diretriz imposta de cima para baixo pela liderança, embalada pelo discurso agressivo de "matar a TV tradicional" — postura típica de alguns competidores diretos. Na verdade, a expansão obedeceu ao modelo clássico de validação do Google: testar, identificar o *product-market fit* empiricamente e, só então, alocar capital massivo.

O Youtube observou o comportamento espontâneo dos consumidores: à medida que os usuários instalavam o aplicativo em suas Smart TVs, as métricas apontavam para sessões de engajamento exponencialmente mais longas. Só após a consolidação orgânica desse hábito é que a plataforma "jogou combustível na fogueira", adaptando o algoritmo, desenvolvendo painéis dedicados para grandes eventos — como as Olimpíadas — e refinando a experiência do usuário para a navegação por controle remoto.

Parte fundamental dessa consolidação foi a adequação dos formatos. A companhia passou a orientar seus criadores e parceiros de mídia a priorizarem conteúdos substancialmente mais longos, estimulando podcasts gravados, séries episódicas e *highlights* esportivos estendidos. O objetivo era capturar o momento de *lean-back* do espectador — aquele recostado no sofá, cuja sessão passiva não dura os dez segundos como na tela do celular, mas pode se estender por duas ou três horas ininterruptas.

Esse novo comportamento do consumidor convergiu com o avanço da máquina publicitária da plataforma. No ambiente da CTV, os anunciantes estão dispostos a pagar CPMs muito mais altos em troca de uma audiência mais atenta, menos fragmentada e altamente tolerante a interrupções comerciais em meio a vídeos longos. Na prática, a televisão não apenas aumentou o tempo que cada usuário gasta na plataforma, mas resolveu diretamente um dos gargalos históricos que apontamos em nossa tese: a fraqueza no preço e na qualidade do inventário de anúncios. O peso dessa tela já aparece nos números: no terceiro trimestre de 2026, a companhia informou que a sala de estar responde por mais de um terço de toda a receita de anúncios do Youtube.

Youtube & DeepMind

Muito se falou ao longo dos últimos anos sobre o potencial de *spinoff* do Youtube para operar como uma companhia independente listada na bolsa. Esse assunto entrou ainda mais em voga com os recentes embates regulatórios da Alphabet, que levantaram a hipótese de uma cisão como medida de reparação.

Contudo, a ascensão da inteligência artificial para o centro de todo processo tecnológico e a integração do Gemini provam que o Youtube está em uma posição muito mais vantajosa dentro do conglomerado do que fora dele. A coexistência, deve-se esclarecer, é benéfica para os dois lados: o Youtube incorpora os modelos do Gemini para aprimorar desde a segmentação de anúncios até ferramentas de criação e dublagem automática; em contrapartida, a Alphabet acessa um acervo incomparável de bilhões de horas de vídeo em diversos idiomas e formatos — um ativo de dados multimodais inacessível para qualquer outro laboratório de AI.

O Youtube alavanca décadas de avanços em *machine learning* para refinar a entrega de anúncios e o engajamento da audiência, tirando proveito das particularidades da TV: um foco muito mais apurado do espectador e identificadores de aparelho mais sólidos para mensurar resultados. A disponibilização do modelo Veo 3 para a geração gratuita de vídeos curtos com áudio no Shorts diretamente pelo celular parece ser um efeito direto dessa parceria. Embora essa ferramenta tenda a gerar um volume massivo de conteúdos irrelevantes ou de baixa qualidade, essa dinâmica não deve prejudicar a plataforma. A essência do Youtube sempre residiu na capacidade de seu algoritmo de recomendação em filtrar o ruído e entregar apenas o conteúdo de alto valor para o espectador certo. Assim, a plataforma ganha mais vídeos com potencial de gerar engajamento, enquanto o algoritmo — potencializado pela AI — garante a melhor curadoria.

A utilização de *machine learning* já era uma realidade dentro da empresa há muitos anos, para não dizer décadas, mas agora temos ferramentas de AI que podem ser usadas diretamente pelos criadores, impulsionando sua produtividade e aumentando a qualidade das produções — como *conversational editing*, por exemplo.

Um aspecto crucial dessa relação com o DeepMind é o quanto o acesso aos dados do Youtube pode ajudar a Alphabet a se consolidar como líder no desenvolvimento e aplicação de inteligência artificial multimodal. Ben Thompson, autor do blog Stratechery, resumiu bem o ponto:

> *Here's the million billion trillion dollar question: what is going to matter more in the long run, text or video? Sure, Google would like to dominate everything, but if it had to choose, is it better to dominate video or dominate text? The history of social networking [...] suggests that video is, in the long run, much more compelling to many more people.*

O tempo dirá.

Monetização interrompida: o Youtube depois da ATT

Há cinco anos, quando dedicamos este espaço ao Youtube, poucas empresas no mundo capturavam tanta atenção humana e cobravam tão pouco por ela. Eram 2,3 bilhões de usuários mensais, 1 bilhão de horas assistidas por dia e uma receita anual de apenas cerca de USD 11 por usuário — menos da metade dos USD 26 do Facebook. A solução também nos parecia clara: deixar de ser um canal de reconhecimento de marca e tornar-se uma plataforma *shoppable*, capaz de levar o espectador do vídeo à compra. Revisitar uma tese é sempre um exercício de humildade. A direção estava certa; o caminho, nem tanto.

Quando escrevemos aquela carta, a ATT (*App Tracking Transparency*) já era conhecida. Implementada pela Apple em abril de 2021, ela passou a exigir o consentimento do usuário para que aplicativos o rastreassem por meio do IDFA — e a grande maioria das pessoas recusa. À época, a política ainda engatinhava: só alcançou a maior parte dos aparelhos iOS no 3º trimestre de 2021, justamente o daquela carta, e seus efeitos sobre as receitas ainda não haviam aparecido.

No Relatório de Gestão do 1º trimestre de 2022, argumentamos que o impacto da ATT seria desigual no setor. O Facebook, líder em *direct response*[1] fora de *search*, sofreria mais imediatamente; os *players* de *search*, por sua vez, estariam mais protegidos, já que o próprio usuário revela o que deseja ao pesquisar. O Youtube ficaria, na nossa perspectiva, no meio. Tinha muito *first-party data*, mas sua principal avenida de crescimento, o *direct response*, dependia justamente de medir compras feitas fora dos domínios do Google. Foi o que se viu nos resultados. *Search* seguiu crescendo, enquanto o Youtube teve, entre 2022 e 2023, os primeiros trimestres de queda de receita de sua história. Os anúncios para reconhecimento de marca, predominantes na plataforma, foram reduzidos com a piora do cenário econômico, e os de *direct response* perderam precisão. A queda se aprofundou porque os modelos de *targeting* passaram a aprender com dados mais pobres pós-ATT. A recuperação veio a partir de meados de 2023, com algoritmos readaptados e a migração de verbas da TV a cabo para a CTV. Ainda assim, a receita de anúncios por usuário, que atingiu algo próximo a USD 15 em 2026, avançou menos do que esperávamos e segue distante da do Facebook.

Sem o rastreamento individual, a indústria trocou modelos determinísticos, que associam um anúncio a uma conversão com precisão, por modelos probabilísticos, que estimam tanto o público quanto a probabilidade de compra.

[1] Anúncio cujo objetivo é induzir uma ação imediata e mensurável do consumidor — como um clique, cadastro, download de aplicativo ou compra direta —, em oposição a campanhas institucionais voltadas apenas para lembrança ou percepção de marca (*brand awareness*).

Esses modelos só funcionam com quantidades colossais de dados e de capacidade computacional. A ATT prejudicou o setor como um todo, mas ampliou a vantagem de quem tinha escala para reconstruir sua máquina de anúncios do zero. A Meta o fez primeiro — ampliando seus investimentos em infraestrutura justamente quando suas ações tocavam o fundo — e saiu mais forte do que entrou. O Youtube demorou mais, em parte, talvez, porque seu mix concentrado em anúncios de reconhecimento de marca tornava a urgência menor; ou, por outro lado, porque o Google tinha em *Search* um negócio que compensava a perda. Enquanto a Meta operava sob o escrutínio brutal de ser uma companhia independente listada com seu próprio valor em xeque, o Youtube era uma divisão da Alphabet cujo resultado isolado não tinha a força de mover a agulha do conglomerado ou ditar o preço da ação, o que diluía eventuais pânicos.

Ainda assim, se a ATT tornou quase impossível ligar anúncios exibidos em plataformas de donos diferentes, isso continua possível dentro de um mesmo ecossistema. O Google pode mostrar ao mesmo usuário um anúncio de marca no Youtube, um de *direct response* em seguida e, se a compra ocorrer a partir de uma busca, medir a jornada inteira até a conversão. Portanto, as oportunidades ainda existem.

A oportunidade à frente

Fundamentalmente, as receitas de um negócio de anúncios digitais podem ser decompostas em quatro vetores: i) o número de usuários da plataforma; ii) o tempo que cada usuário gasta nela; iii) a quantidade de anúncios exibidos por unidade de tempo, o *ad load*; e iv) o preço de cada anúncio. Olhar o Youtube por essa lente mostra onde está o problema — e onde está a oportunidade.

O primeiro vetor já está próximo de seu limite natural. Com algo perto de 3 bilhões de usuários mensais, o Youtube já alcança parcela elevada da população global. O segundo nunca foi um problema. Nos EUA, um usuário passa em média 49 minutos por dia no Youtube, quase 50% a mais do que no Instagram[2]. Entre os mais jovens, a diferença se amplia: perto de 2 horas diárias, contra menos de 1 hora no Instagram. O Instagram foi desenhado para sessões curtas e frequentes; o Youtube, por sua vez, combina vídeos curtos com conteúdos longos, podcasts e documentários, cada vez mais assistidos na tela da sala. A ironia é evidente: o Instagram retém menos e monetiza mais. O Youtube não sofre de falta de atenção, sofre de falta de preço.

[2] Fonte: eMarketer / Insider Intelligence — US Time Spent with Social Media.

O terceiro vetor é limitado pelo formato e pela menor densidade de publicidade. No formato tradicional de vídeos longos, o Youtube opera com uma *ad load* estruturalmente menor do que a do Instagram, já que existe um teto natural para interromper a experiência contínua do espectador sem causar rejeição. Enquanto o Instagram consegue exibir uma frequência elevada de impressões durante a navegação rápida pelo *feed* e *stories*, o Youtube, em seu formato tradicional, consome muito tempo de tela com pouca frequência de interrupções comerciais. O Shorts, assim como o Reels no Instagram, muda essa equação: em um *feed* contínuo de rolagem rápida, anúncios podem ser intercalados entre os vídeos com muito menos atrito. A aposta vem dando certo: as visualizações diárias do Shorts saltaram de 30 bilhões no início de 2022 para mais de 200 bilhões em 2025, e, desde o 3º trimestre de 2025, o formato gera nos EUA mais receita por hora assistida do que os vídeos tradicionais. O formato também chegou à sala: em maio de 2026, o Youtube informou que os espectadores já assistiam a mais de 2 bilhões de horas de Shorts por mês em telas de TV.

Resta o quarto vetor, o preço dos anúncios — e é nele que sempre esteve a fraqueza do Youtube. O preço de um anúncio reflete o retorno que ele gera para o anunciante, o que depende do formato, da taxa de conversão e da capacidade de medir o resultado. Anúncios focados em gerar reconhecimento de marca são difíceis de auditar; os de *direct response*, mais valiosos, foram justamente os prejudicados pela ATT. É aqui que entra, na nossa visão, a grande oportunidade: a inteligência artificial.

O primeiro efeito da AI é recuperar a precisão perdida. Modelos probabilísticos melhoram com dados e capacidade computacional, e poucas empresas têm ambos em tanta escala quanto o Google. A AI generativa reduz a quase zero o custo de produzir anúncios. Um anunciante que antes fazia um único vídeo para todos os públicos pode ter centenas de versões, ajustadas a cada perfil e formato, do Shorts à TV, e a plataforma descobre sozinha quais funcionam melhor. Cada versão exibida é também um experimento: o resultado, seja uma venda ou a ausência dela, volta para os modelos e melhora a escolha seguinte. Em um mundo pós-ATT, em que os sinais vindos de fora ficaram escassos, este ciclo gera dentro de casa justamente o tipo de dado que a política tirou do mercado. E quanto maior a escala, mais rápido o ciclo gira.

O segundo efeito é mais profundo. Como argumenta Thompson, com AI é possível identificar cada objeto presente em um vídeo e torná-lo clicável. Quem assiste a um tutorial de reforma poderá comprar a furadeira que aparece ao fundo da cena — algo que não é o tema do vídeo, mas que o espectador provavelmente deseja ou pode ser influenciado a desejar. Cada pixel passa a ser uma superfície monetizável, vendida em leilão a anunciantes ou remunerada por comissão.

É o Youtube *shoppable* que vislumbramos em 2021, em uma escala que então não imaginávamos. Contraintuitivamente, o preço médio por anúncio pode até cair — a oferta de inventário explode —, enquanto a receita total cresce.

O terceiro efeito está na oferta de conteúdo. Ferramentas como o Veo, do Google DeepMind, já permitem criar vídeos para o Shorts a partir de um simples comando de texto. Parte relevante desse conteúdo será de baixa qualidade. Não é um problema novo: com centenas de horas de vídeo carregadas a cada minuto, a plataforma sempre conviveu com esse excesso. Seu diferencial é distribuir o que tem valor para quem quer vê-lo. Segundo especialistas, cerca de 80% do tempo assistido vem de recomendações, e não de buscas. Quanto mais abundante o conteúdo, mais fina a personalização para cada um de seus bilhões de usuários. É isso que separa o Youtube de plataformas como a Netflix, que precisam pagar antecipadamente por tudo que exibem e, por isso, têm um catálogo necessariamente limitado. Na televisão, o conteúdo dependia de poucas emissoras; no cinema, de poucos estúdios.

O Youtube derrubou essas barreiras, e a AI as reduz ainda mais. Forma-se um círculo virtuoso: menos barreiras geram mais conteúdo; mais conteúdo permite uma personalização mais precisa; uma experiência melhor atrai mais usuários e mais tempo de uso; e uma audiência maior atrai mais criadores — que têm no Youtube a plataforma com termos de repartição de receitas mais generosos.

Assinaturas: o paradoxo da canibalização de receitas

Em 2021, o Youtube Music e o Youtube Premium somavam pouco mais de 50 milhões de assinantes, cada um gerando quase USD 150 de receita anual — mais de 12 vezes a contribuição de um usuário *ad-supported*. Argumentamos que havia uma grande avenida de crescimento à frente. Ela se confirmou: como mostramos anteriormente, no terceiro trimestre de 2026, os dois serviços passaram de 150 milhões de assinantes, incluindo períodos de teste, e o Youtube TV tem cerca de 8 milhões. Com base em estimativas, somando anúncios e assinaturas, o Youtube já fatura quase USD 65 bilhões por ano, cerca de 30% a mais do que a Netflix no mesmo período. As assinaturas respondem hoje por cerca de um terço desse total, ante um quarto em 2022, e seguem crescendo mais rápido do que os anúncios[3]. No terceiro trimestre de 2026, a receita de anúncios do Youtube cresceu 9%, enquanto a linha que inclui as assinaturas avançou 11%.

[3] Fonte: Eric Seufert, Mobile Dev Memo.

Há, no entanto, um paradoxo a ser destacado. Os usuários mais valiosos para os anunciantes, os mais engajados e com maior poder de compra, são justamente os mais propensos a pagar até cerca de USD 170 por ano para não ver anúncios. Cada assinante conquistado é um espectador a menos para vender ao anunciante. Visto assim, o Premium pode parecer uma aposta contra o próprio negócio principal, quase um *hedge*. Os números, contudo, contam outra história. Segundo a empresa, a migração de um usuário para o Premium tem um impacto levemente negativo sobre a receita de anúncios, mas positivo sobre o negócio como um todo: em média, um assinante gera um lucro bruto significativamente maior do que geraria na versão gratuita. Isso não se deve a uma margem mais alta. As receitas de assinatura também são repartidas com criadores e com gravadoras, cujo peso é maior entre assinantes, que consomem mais música, além de sujeitas às taxas das lojas de aplicativos. Sua margem percentual tende, portanto, a ser igual ou até menor que a dos anúncios. O que muda é o valor absoluto: como cada assinante gera muito mais receita, o lucro bruto por usuário é maior.

O paradoxo tem ainda outro lado vantajoso. Toda plataforma de anúncios esbarra em um limite de *ad load*: a partir de certo ponto, o excesso de interrupções afasta o usuário. No Youtube, quem se cansa dos anúncios não migra para um concorrente — dada sua escala, não há alternativa à altura —, mas para o próprio Premium. O usuário que abandona a versão gratuita continua na casa, pagando mais. Isso dá ao Youtube uma liberdade rara para experimentar formatos e intensidades de anúncios. E o custo dessa liberdade é baixo: segundo executivos do setor, estimativas internas do Google indicam que eliminar todos os anúncios elevaria o tempo de uso em apenas 5% a 7%. Na prática, o Youtube passou a cobrar de cada usuário conforme sua tolerância a anúncios. Quem não se importa com eles paga com atenção; quem se importa muito paga USD 13,99 por mês; e, desde 2025, quem está no meio do caminho pode optar pelo Premium Lite, por USD 7,99, com poucos anúncios e sem o Youtube Music. A estratégia parece estar funcionando: ao comentar os resultados do terceiro trimestre de 2026, a companhia sugeriu que a versão Lite ajudou a levar a base de assinantes ao recorde.

O resultado é um modelo com dois motores. Os anúncios monetizam a grande maioria, cada vez mais na tela da sala, onde a atenção é mais concentrada e a mensuração, mais confiável. As assinaturas monetizam os mais engajados, a um valor por usuário muito superior. Ambos favorecem o mesmo tipo de conteúdo: produções mais longas e profissionais, assistidas na TV.

O próximo passo pode ser ainda mais ambicioso. Com o Youtube TV, a plataforma oferece algo bem semelhante à tradicional TV linear, ainda essencial para os esportes; com seus criadores, domina o vídeo gerado por usuários; e, por meio dos *Primetime Channels*, vende assinaturas de outros serviços de *streaming*. À medida que os direitos esportivos se espalham por aplicativos diferentes, cresce o valor de quem consegue reunir tudo em uma só interface. Os detentores desses direitos têm pressa — um jogo perde quase todo o seu valor no momento em que termina — e, por isso, tendem a ceder parte do relacionamento com o cliente a quem lhes traz mais assinantes. Nenhuma plataforma reúne uma audiência maior do que o Youtube.

Em 2021, víamos um gigante adormecido, cuja principal deficiência era monetizar mal uma audiência extraordinária. Cinco anos depois, a ATT se mostrou um obstáculo maior do que previámos, mas a tese central permanece de pé e ficou mais rica. O Shorts trouxe um formato em que os anúncios se intercalam ao conteúdo com pouco atrito e que, nos EUA, já rende mais por hora assistida do que os vídeos tradicionais. A AI promete enfim resolver a questão do preço dos anúncios, atacando assim o principal entrave para um crescimento mais acelerado do Youtube. E as assinaturas acrescentaram um segundo motor, que ainda tem muito espaço para crescer. O gigante está despertando.

RANDOM BITS

57% dos americanos fizeram uma aposta no ano passado. Apenas 38% leram um livro.

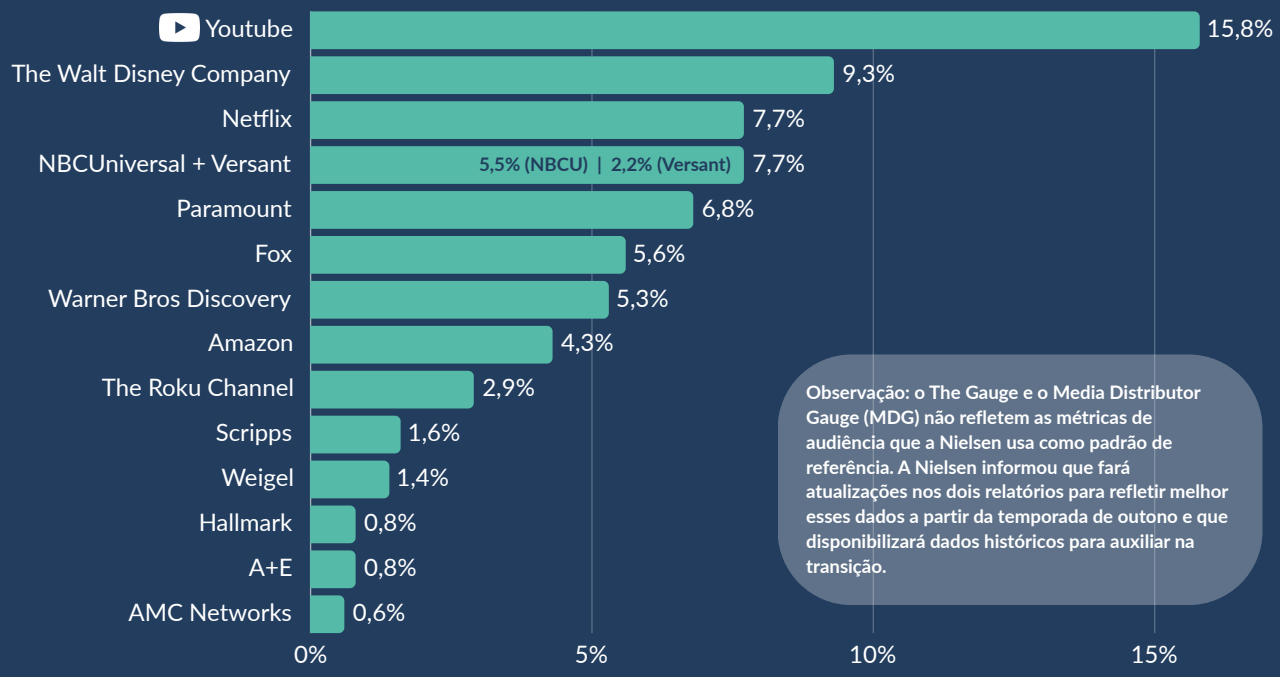
Fonte: Pesquisa sobre a Participação Pública nas Artes (SPPA), do National Endowment for the Arts (NEA); dados de uma pesquisa nacional sobre a participação em jogos de azar, citados na revista *The Atlantic*

No primeiro semestre de 2026, 86% dos investimentos de capital de risco nos EUA foram destinados a empresas de AI — um aumento em relação aos 65% registrados no ano anterior. Esse nível de concentração é inédito. Paralelamente, o financiamento para empresas que não atuam com AI caiu pela metade desde 2021.

Fonte: PitchBook-NVCA Venture Monitor

The Media Distributor Gauge

Visão agregada da Nielsen sobre o uso total de TV por empresa de mídia



Fonte: Nielsen NPOWER. Dados de agosto/2026
Participação calculada sobre os minutos de exibição de pessoas com 2 anos ou mais, em todo o dia, somando as subsidiárias nacionais de cada empresa.

ALEATÓRIAS

"What the pupil must learn, if he learns anything at all, is that the world will do most of the work for you, provided you cooperate with it by identifying how it really works and aligning with those realities."

— Joseph Tussman, philosophy professor and educator

"[I] put his balance sheet in front of him from the annual accounts, and said, you have a multi trillion-dollar balance sheet. Can we walk through the line items, because I don't understand it. He said, 'I don't either.' Very honest guy. I really liked him, yeah, very honest."

— Investor Chris Hohn tells a story about meeting Credit Suisse CEO Brady Dougan before the global financial crisis

"*There is no such thing as a moat. There is no such thing as somewhere you're going to be protected against innovation. Today we have a competitive advantage on areas, absolutely, but those can go away tomorrow. The only way to win long-term is to continue to develop new services, new ways to do things."*

— Glenn Fogel, CEO of Booking

"We compete with (and lose to) Fortnite more than HBO. When YouTube went down globally for a few minutes in October, our viewing and signups spiked for that time."

— Reed Hastings

"The streaming business is an impossible business for anyone other than Netflix and maybe Amazon or Apple. The legacy studios took a fantastic, profitable cable business and blew it up to chase a model that produces enormous losses."

— Barry Diller, Milken Institute Global Conference, maio de 2023

NEXTEP GLOBAL EQUITIES LONG ONLY FIF AÇÕES - IE RL

Setembro **2026**

NEXTEP INVESTIMENTOS

O Fundo

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.

Objetivo e Estratégia

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.

Público-alvo

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
2026	-6,29%	-4,58%	-8,89%	3,68%	4,16%	3,70%	0,55%	6,18%	-6,80%				-9,22%	4,17%	15,65%	-0,70%	10,51%
2025	1,61%	0,47%	-8,90%	0,18%	4,56%	-5,91%	1,95%	0,84%	2,20%	2,08%	2,14%	4,45%	4,89%	6,10%	33,95%	-6,53%	14,31%
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%	33,76%	10,87%
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%	-2,65%	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%	4,07%	12,37%
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%	17,43%	4,40%
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%	33,77%	2,77%
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%	8,81%	5,97%
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%	22,66%	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%	6,64%	9,95%
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%	-14,54%	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%	52,79%	13,23%
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%	17,41%	10,81%
2013[1]	-	-	-	-	1,65%	2,35%	4,59%	3,44%	-6,05%	1,77%	4,21%	2,43%	14,87%	26,15%	-8,08%	15,77%	5,15%
Desde o início													512,40%	718,22%	232,52%	399,06%	255,99%

	Nextep	MSCI World	Ibovespa	CPI + 2,5%	CDI
2026	-9,22%	4,17%	15,65%	-0,70%	10,51%
Últimos 12 meses	-1,14%	10,57%	27,42%	3,05%	14,48%
Últimos 24 meses (anualizado)	3,82%	11,72%	18,90%	3,03%	13,89%
Últimos 36 meses (anualizado)	14,25%	20,85%	16,93%	6,50%	12,94%
Últimos 48 meses (anualizado)	14,25%	18,70%	14,08%	4,51%	13,06%
Últimos 60 meses (anualizado)	5,76%	9,21%	10,92%	5,67%	12,63%
Desde o início (anualizado)[1]	14,01%	16,43%	9,09%	15,44%	9,62%

	Nextep	MSCI World	Ibovespa	CPI + 2,5%	CDI
set/26	-6,80%	-1,57%	5,03%	0,32%	1,08%
ago/26	6,18%	4,66%	-0,33%	2,42%	1,09%
jul/26	0,55%	-1,40%	3,47%	-1,86%	1,22%
jun/26	3,70%	1,69%	-1,01%	3,37%	1,12%
mai/26	4,16%	6,17%	-7,22%	2,69%	1,07%
abr/26	3,68%	4,62%	-0,08%	-3,15%	1,09%
mar/26	-8,89%	-5,65%	-0,70%	1,78%	1,21%
fev/26	-4,58%	-1,74%	4,09%	-2,08%	1,00%
jan/26	-6,29%	-2,05%	12,56%	-3,89%	1,16%
dez/25	4,45%	3,77%	1,29%	2,85%	1,22%
nov/25	2,14%	-0,77%	6,37%	-0,58%	1,05%
out/25	2,08%	3,07%	2,26%	1,50%	1,28%
Últimos 12 meses	-1,14%	10,57%	27,42%	3,05%	14,48%

Observações

(1) Fundo estabelecido em 28 de Maio de 2013.

(2) MSCI World considera a variação do dólar frente a moeda brasileira

(3) CPI + 2,5% considera a variação do dólar frente a moeda brasileira

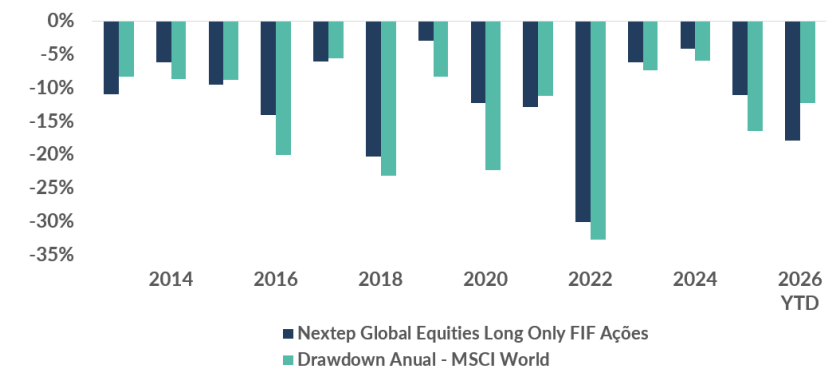
(4) Dados utilizados para o CPI se referem a variação do mês anterior

(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	27	23	20	39	35	34
Meses negativos	9	13	16	21	25	26
Maior queda mensal	-8,90%	-7,77%	-7,22%	-8,90%	-9,86%	-11,50%
Maior alta mensal	9,50%	8,68%	12,56%	9,69%	9,35%	12,56%
# Meses > MSCI World	17	-	-	29	-	-
# Meses < MSCI World	19	-	-	31	-	-
Volatilidade Anualizada	14,97%	13,26%	15,58%	15,35%	14,78%	17,34%
Correlação	-	0,8	-0,2	-	0,9	-0,2
Drawdown	-18,54%	-9,71%	-11,56%	-29,20%	-29,12%	-17,88%

Rentabilidade do fundo em períodos de queda máxima do MSCI World



Composição setorial / Concentração da carteira

Setor			Exposição
Consumo Discricionário	21,4%	Segmento de Luxo	12,2%
		Serviços de Viagens	9,2%
Serviços Financeiros	40,9%	Dados Financeiros	17,1%
		Serviços de Crédito	18,2%
		Seguros	5,6%
Tecnologia	25,8%	Internet e Serviços de Informação	25,8%
Serviços de Comunicação	5,8%	Entretenimento	5,8%
Total			93,9%
Caixa e Equivalentes de Caixa			6,1%

5 maiores posições	55,2%
Demais posições	38,7%
Total	93,9%
Caixa e Equivalentes de Caixa	6,1%

Patrimônio Líquido (R$ mil)

PL atual do fundo	27.216
PL médio do fundo nos últimos 12 meses	31.079
AUM atual da gestora	447.795
AUM médio nos últimos 12 meses	421.777

Aplicação mínima inicial

R$ 1.000,00
R$ 500,00 via plataformas digitais

Valor mínimo para movimentação

R$ 1.000,00
R$ 500,00 via plataformas digitais

Saldo Mínimo de Permanência

R$ 1.000,00
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: 3 dias úteis após a conversão de cotas
- Conversão de cotas no resgate: 10 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 mensalmente

Taxa de performance

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

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–14° 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

As informações contidas neste material de divulgação são de caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento ou recomendação de investimento, não devendo ser utilizadas para esta finalidade. A NEXTEP Investimentos realiza a distribuição de quotas dos fundos de investimento por ela geridos. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador, pelo gestor da carteira ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Para avaliação da performance do fundo de investimento é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A comparação com indicadores econômicos trata-se de mera referência econômica e não meta ou parâmetro de performance. Os fundos geridos pela NEXTEP Investimentos podem adotar estratégias de investimento que podem resultar em perdas superiores ao capital aplicado e na consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ainda, os fundos geridos pela NEXTEP Investimentos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior, podendo, ainda, estar expostos a uma significativa concentração em ativos de poucos emissores, com riscos daí decorrentes. Leia o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais (se houver) e o regulamento antes de investir, os quais encontram-se disponíveis em https://www.nextepinvestimentos.com.br/. Para informações sobre como investir nos fundos sob nossa gestão, entre em contato com nossa equipe comercial.
SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO: Comissão de Valores Mobiliários CVM – Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.

Autorregulação ANBIMA – Distribuição de Produtos de Investimento
Autorregulação ANBIMA – Gestão de Recursos

NEXTEP
INVESTIMENTOS

faleconosco@nextepinvestimentos.com.br

www.nextepinvestimentos.com.br

