

Comentário do mês: Investir para Colher – A escala do *capex* em IA

Nas últimas semanas temos acompanhado a temporada de resultados do segundo trimestre, e dentro do setor de tecnologia, o que mais nos chamou atenção foi a aceleração de crescimento dos negócios de infraestrutura de nuvem, que veio de forma simultânea nas três grandes plataformas, apelidadas de *hyperscalers* pela escala de sua capacidade computacional. De maneira consolidada, AWS da Amazon, Azure da Microsoft e Google Cloud da Alphabet apresentaram crescimento de 47% em relação ao mesmo trimestre do ano passado, o que representou uma aceleração de 8 pontos percentuais em relação ao crescimento do último trimestre. A AWS acelerou pelo quinto trimestre consecutivo e cresceu aproximadamente 37%, o ritmo mais rápido em dezoito trimestres, período no qual o negócio tinha menos da metade do tamanho atual. A Azure cresceu 43%, acima do *guidance*, e a gestão indicou crescimento de 45% para o trimestre seguinte, sobre uma base que acabou de cruzar US\$ 100bn de receita anual. O Google Cloud cresceu 82% e foi quem mais ganhou participação de mercado entre as três. O grande *driver* é a demanda por cargas de IA, que consome capacidade diretamente e puxa junto o restante da *stack* de nuvem, e as três foram unânimes em dizer que essa demanda excede a oferta disponível hoje.

O que dá peso a essa aceleração é ela ter vindo acompanhada de expansão de rentabilidade nas três plataformas, em um momento de investimento sem precedentes para todas elas, quando a depreciação da capacidade recém-instalada já começa a pesar no custo, mas a receita correspondente ainda não amadureceu por completo. A AWS entregou margem operacional de aproximadamente 39%, com expansão de 520 pontos-base em doze meses. O Google Cloud viu a margem saltar de aproximadamente 21% para 36%, com o resultado operacional mais que triplicando. Intelligent Cloud da Microsoft sustentou margem próxima de 41%. A leitura desses números muda quando se considera o período em que foram entregues, justamente aquele em que a receita de cargas de IA saiu de participação marginal para peso relevante no mix das três, o que contraria a preocupação corrente do mercado, a de que essas cargas carregariam rentabilidade inferior à do negócio de nuvem tradicional. A depreciação mais alta foi compensada por alavancagem operacional sobre uma base de custo majoritariamente fixa, com a frota instalada rodando em utilização alta em um ambiente de demanda acima da oferta e com ganhos de eficiência na operação e na entrega de capacidade. A AWS foi ainda mais explícita, afirmando que margens e retornos das cargas de IA seguem a mesma trajetória que o *core* seguiu no mesmo estágio de evolução, e um pouco à frente dela.

A terceira camada de evidência é a receita já contratada. Somando as três *hyperscalers* mencionadas e a Oracle, que entra apenas para dimensionar o agregado do setor, a receita contratada a ser reconhecida

chegou a US\$ 2,3 trilhões, com aumento de US\$ 320bn em um único trimestre e crescimento de 188% em doze meses. Na Microsoft, o RPO comercial (obrigações contratuais ainda não reconhecidas como receita) cresceu 84% para US\$ 678bn, com todo o crescimento sequencial vindo de clientes que não são laboratórios de fronteira, e com quase 90% da receita de nuvem do ano fiscal originada fora desse grupo. Na Amazon, o *backlog* de US\$ 496bn cresce 154% em doze meses, ou 103% excluindo integralmente o compromisso de US\$ 100bn da Anthropic. No Google, os US\$ 514bn de *backlog* são compostos majoritariamente por contratos típicos de GCP com base ampla de clientes. A principal ressalva do mercado sobre esses números, a de que seriam poucos contratos grandes de treinamento inflando o agregado, não parece se sustentar. E a conversão deve ocorrer no médio prazo, dando visibilidade sobre o crescimento dos próximos dois anos, com a Microsoft reconhecendo cerca de 30% do contratado em doze meses e o Google pouco mais de 50% em vinte e quatro meses.

A quarta companhia que gostaríamos de destacar é a Meta. Ela não opera um negócio de cloud, ao menos por enquanto, uma vez que já sinalizou a intenção de vender capacidade computacional a terceiros nos próximos meses, e ainda assim investe no patamar de uma *hyperscaler*. A justificativa desse capital passa por duas vias. A primeira é a vantagem competitiva construída dentro do *core* de publicidade, com ganhos de recomendação e ranqueamento que elevam engajamento e melhoram a monetização do inventário existente. A segunda é a opcionalidade de novas linhas de receita erguidas sobre a mesma capacidade que está sendo instalada. Por isso ela pertence à mesma leitura de alocação de capital, ainda que não apareça nas comparações de receita, margem e *backlog* das três plataformas de nuvem.

A resposta das quatro a esse quadro de demanda foi unânime e na mesma direção, com todas revisando o investimento para cima no trimestre. A Amazon elevou o *capex* de caixa de 2026 para aproximadamente US\$ 220bn, o Google subiu a faixa para US\$ 195-205bn e a Meta levantou o piso do *guidance* para US\$ 130-145bn. Mais relevante que os números deste ano, porém, é o que já foi sinalizado para o próximo. Nenhuma delas fechou número para 2027, mas as quatro deram indicação qualitativa na mesma direção, com o Google falando em alta significativa do investimento, a Microsoft guiando para crescimento de *capex* em base anual no ano fiscal de 2027, a Meta descrevendo uma fundação de data center e rede voltada a suportar crescimento de *compute* em 2028 e além, e a Amazon afirmando que não conseguirá atender com a capacidade prevista a demanda de 2027 e 2028. O indicativo é consistente e aponta para um ciclo de investimento ainda mais agressivo no ano que vem.

Nesse sentido, chamou atenção o alinhamento das quatro companhias em explicar como essa alocação de capital deverá produzir bons retornos sobre capital investido nos próximos anos. O detalhamento dado é o que permite ganhar visibilidade sobre como esperar uma inflexão do fluxo de caixa livre à frente, hoje pressionado pela construção de capacidade computacional.

O *framework* foi apresentado com mais rigor por Andy Jassy, CEO da Amazon. Ele explicou em detalhes que todo esse investimento se divide em duas partes com ciclos de capital completamente distintos. A primeira é o data center, ou seja, o terreno, a estrutura civil, a conexão de energia e a rede que o alimenta. Esse capital é desembolsado começando cerca de dois anos antes de o primeiro servidor ser plugado, portanto dois anos antes de qualquer monetização. A partir do momento em que o data center abre com servidores instalados, ele gera receita relevante imediatamente e passa a ser monetizado por mais de 30 anos, sem que o capital inicial precise ser desembolsado outra vez.

A segunda parte são os servidores e o equipamento de rede, que representam a maior fatia do dólar de *capex* e a depreciação mais rápida, com vida útil corrente de pelo menos cinco a seis anos contra os mais de trinta do ativo civil. Na prática, esse prazo vem se provando conservador. Duas neoclouds reportaram resultado nas últimas semanas e a evidência foi na direção oposta à da curva contábil: frotas de gerações anteriores sendo reprecificadas para cima mesmo depois de cruzarem o fim da vida útil teórica, com contratos que alongam a utilização para até nove anos. O equipamento que o balanço trata como ativo em extinção segue gerando receita crescente muito além do prazo em que deveria valer zero.

Esses ativos são comprados poucos meses antes de entrarem em serviço. No momento em que a companhia aciona o gasto, ela já enxerga a demanda. Se a demanda não estiver lá, o capital simplesmente não é gasto. O componente mais caro e mais arriscado do investimento é justamente aquele com a decisão mais tardia e mais reversível.

Segundo ele, o *break-even* médio se dá em pouco menos de três anos, e a maior parte da capacidade de IA está sendo contratada por prazos de pelo menos cinco anos. Ou seja, o contrato de receita é assinado antes de o ativo ser comprado e tem duração superior ao *payback*, o que significa mais de dois anos de geração de caixa livre relevante por geração de equipamento depois de recuperado o investimento.

A matemática do data center é o que amplifica tudo isso. Como o ativo civil dura mais de 30 anos, ele acomoda de cinco a seis gerações sucessivas de servidores. Da segunda geração em diante a economia melhora, porque o capital de infraestrutura já foi pago e não se repete. O investimento pesado que está sendo feito hoje em terreno, obra e energia é, em essência, a compra antecipada do direito de preencher o mesmo

casco com cinco ou seis ciclos de servidor, pagando a cada troca apenas uma fração residual do capex de infraestrutura original.

É esse arranjo que explica o padrão de fluxo de caixa que observamos hoje. O fluxo reportado agrega o desembolso de safras que só monetizam daqui a dois anos com a receita de safras já maduras, misturando no mesmo período capital empregado e retorno de *vintages* distintas, o que impede que a linha sirva como proxy de rentabilidade do investimento marginal. A implicação relevante é que a inflexão não depende de as companhias pararem de investir, e sim de a proporção entre safras maduras e safras em construção mudar de lado. A cada trimestre uma safra nova entra desembolsando e uma safra antiga cruza o *break-even*, e enquanto o volume investido cresce em ritmo acelerado o primeiro efeito domina. Basta que o *capex* desacelere em termos percentuais, ainda que siga subindo em termos absolutos, para que o estoque que já monetiza passe a crescer mais rápido que o desembolso novo. Considerando o volume comprometido nos últimos dois anos e o *payback* descrito acima, é razoável esperar que esse cruzamento ocorra nos próximos anos, e a partir dele cada safra nova passa a ser financiada pelo caixa das anteriores em vez de pelo caixa retido do negócio existente.

Há ainda uma implicação de risco pouco discutida. O cenário catastrófico que a narrativa de bolha descreve, o de centenas de bilhões em aceleradores encalhados, exige que a demanda desapareça dentro de uma janela de um a dois trimestres, que é o intervalo entre a ordem de compra do servidor e o *deploy*. Fora dessa janela, o que existe é obra civil e conexão de energia, ativos com valor de opção e vida útil de décadas em um mercado no qual a energia é o gargalo estrutural.

Conclusão

O trimestre trouxe evidência concreta para a pergunta que realmente importa no investimento das *hyperscalers*: como verificar, ao longo do tempo, o retorno desse capital. A resposta veio em duas camadas. No quantitativo, aceleração de receita e expansão de margem nas três plataformas ao mesmo tempo, a combinação mais difícil de produzir em um negócio que está dobrando a base de ativos. E no qualitativo, um discurso de gestão que abandonou as generalidades e deu visibilidade real à economia do investimento, do *break-even* de servidor em menos de três anos contra contratos de cinco à infraestrutura civil de trinta anos que suporta cinco a seis gerações desse ciclo.

O investimento deve subir de novo, possivelmente de forma relevante, e cada revisão para cima adiará a inflexão do fluxo de caixa livre. Lemos isso como consequência da tese e não como falha dela. Uma

companhia que enxerga retorno atrativo e carrega demanda contratada acima da capacidade há dois anos teria dificuldade de justificar a escolha de não investir.

Atribuição de Performance:

O STK Long Only FIA teve um desempenho de 0,26% contra 3,47% do Ibovespa. Em termos setoriais, as principais contribuições positivas vieram dos setores de Serviços Financeiros e Elétrico/Saneamento. Do lado negativo, os principais detratores foram os setores de Tecnologia e Industrial.

As principais contribuições positivas para a carteira no mês foram:

Ticker	% Retorno
ICE US	0,64%
AMZN US	0,46%
CSMG3	0,37%

Do lado negativo, os destaques foram:

Ticker	% Retorno
TSM US	-1,17%
RENT3	-0,61%
CURY3	-0,38%

Em relação a exposição:

O fundo fechou o mês com uma exposição de 84,2%, sendo destes 36,2% em empresas internacionais e 47,9% em empresas brasileiras.

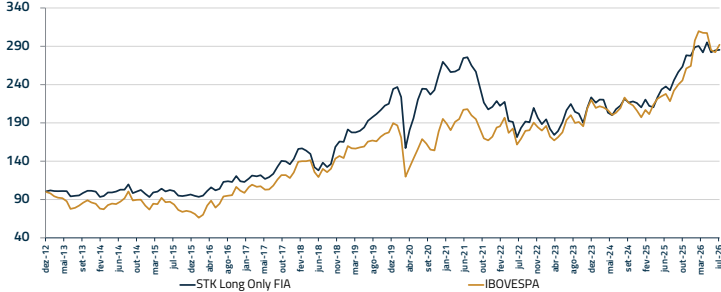
Julho de 2026 | Material de Divulgação

O STK Long Only FIA investe em ações utilizando análise fundamentalista como principal metodologia de avaliação de empresas. O objetivo é valorizar suas cotas no longo prazo, através de investimentos em ações negociadas no mercado à vista de bolsas de valores, mantendo apenas posições compradas. A Gestora busca maximizar a performance do fundo através de gestão ativa da carteira.

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Ibovespa
2012	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.72%	0.72%	-0.01%
2013	1.19%	-0.87%	-0.06%	0.05%	-0.12%	-6.67%	0.80%	0.42%	3.67%	2.67%	-0.04%	-1.05%	-0.38%	-15.50%
2014	-6.94%	1.30%	4.86%	0.00%	1.33%	2.31%	0.05%	6.75%	-10.42%	2.19%	1.92%	-4.87%	-2.86%	-2.91%
2015	-4.29%	6.38%	1.15%	3.80%	-3.54%	1.84%	-1.33%	-5.86%	-0.65%	1.01%	1.26%	-1.96%	-2.82%	-13.31%
2016	-1.21%	1.60%	6.44%	4.64%	-3.60%	1.85%	8.78%	0.72%	-0.84%	6.88%	-5.67%	-0.84%	19.20%	38.93%
2017	3.82%	3.47%	-0.84%	1.20%	-3.91%	1.91%	3.68%	7.52%	5.67%	-0.41%	-2.75%	5.12%	26.61%	26.86%
2018	9.13%	0.45%	-1.78%	-2.85%	-11.59%	-3.14%	7.90%	-4.16%	2.89%	16.47%	4.42%	-0.30%	15.54%	15.03%
2019	9.88%	-2.15%	0.01%	1.12%	2.52%	4.63%	2.50%	2.09%	2.53%	2.84%	1.16%	8.94%	41.83%	31.58%
2020	1.07%	-5.53%	-29.77%	15.06%	8.47%	12.29%	6.56%	-0.15%	-3.08%	2.56%	8.35%	6.89%	15.12%	2.92%
2021	-2.37%	-2.68%	0.33%	1.10%	5.63%	0.43%	-3.94%	-3.02%	-8.03%	-8.33%	-4.12%	1.65%	-21.75%	-11.93%
2022	3.52%	-2.81%	2.38%	-11.48%	-0.64%	-10.37%	6.99%	4.67%	-0.56%	9.78%	-6.13%	-4.23%	-10.75%	4.69%
2023	3.35%	-6.39%	-4.35%	2.84%	6.49%	8.20%	3.94%	-4.78%	-1.16%	-5.97%	10.44%	6.47%	18.59%	22.28%
2024	-3.14%	1.87%	-0.05%	-7.67%	-1.67%	3.95%	2.24%	4.16%	-2.18%	0.70%	-0.95%	-2.65%	-5.84%	-10.36%
2025	4.81%	-3.74%	-0.84%	6.21%	4.55%	1.69%	-2.06%	5.53%	4.37%	2.79%	5.62%	-0.23%	31.98%	33.95%
2026	4.07%	0.49%	-2.86%	4.68%	-4.41%	0.87%	0.26%						2.80%	10.47%

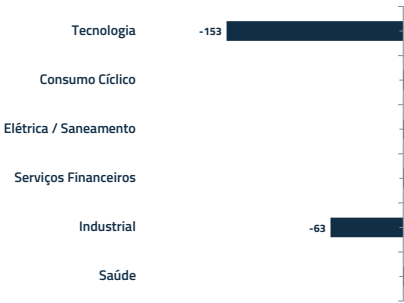
	Mês	Ano		12M		24M		36M		60M		Desde o Início	
	Retorno	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade	Retorno	Volatilidade
STK Long Only FIA	0.26%	2.80%	18.61%	22.64%	17.04%	34.24%	15.44%	32.92%	15.13%	7.73%	17.71%	185.34%	19.70%
Ibovespa	3.47%	10.47%	18.96%	33.76%	17.09%	39.44%	16.19%	45.97%	15.24%	46.14%	17.60%	191.99%	23.03%

Performance Desde o início 26 de dezembro de 2012
Rentabilidade Acumulada [Desde o início | 26 de dezembro de 2012]



* Ibovespa é mera referência econômica e não meta ou parâmetro de performance do fundo.
* CDI é mera referência econômica e não meta ou parâmetro de performance do fundo

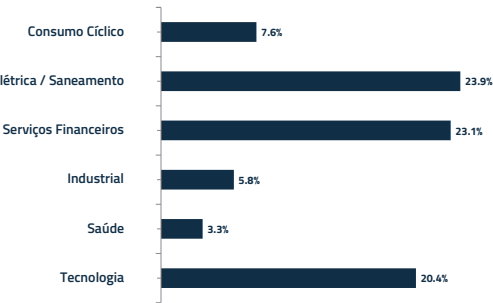
Contribuição Setorial Bruta | Julho



Patrimônio Líquido	R\$ milhões
STK Long Only FIA	89.09
Total Administrado pela Gestora¹	1,287.54
STK Long Only FIA PL médio dos últimos 12 meses	85.46

Exposição	
Long	84%

Exposição Setorial (Fechamento de Mês)



Termos		
Público Alvo: Investidores em geral Início do Fundo: 26/12/2012 Classificação ANBIMA: Ações Livre Cód. Anbima: 32177-1 / Cód. CVM: 194700 Cód. BBG: STKLOI BZ Equity Perfil de Risco: Arrojado Taxa de Administração: 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo. Apurada diariamente e paga mensalmente Taxa de Administração Máxima: 2,25% aa. Compreende a taxa de administração mínima e o percentual máximo que a política do FUNDO admite despendar em razão das taxas de administração dos fundos de investimento investidos		
Taxa de Performance: 20% aa sobre o ganho que exceder IBOVESPA aa, com marca d'água. Apurada diariamente e paga semestralmente Tributação: 15% sobre os rendimentos, incidente no resgate. Conversão de Cotas na Aplicação: D+1 da disponibilidade dos recursos Conversão de Cotas no Resgate: D+30 dias corridos da solicitação Pagamento do Resgate: D+2 dias úteis da conversão de cotas Carência para Resgate: Não há Administrador e Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (CNPJ: 02.201.501/0001-61) Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ. CEP: 20030-905, Tel: (21) 3219 2500 / Fax: (21) 3219 2501 www.bnymellon.com.br/sf ¹O patrimônio total sob gestão é apurado com base nas informações mais recentes disponíveis, podendo não refletir a posição definitiva de fechamento do mês e estar sujeito a atualizações e ajustes posteriores.		
SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21) 3219 2600, (11) 3050 8010 Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 725 3219 O regulamento do fundo poderá ser encontrado no site do distribuidor por meio do seguinte hiperlink: Regulamento do fundo Gestor: STK Capital Gestora de Recursos Ltda. Tel: (21) 3219 6550 / Fax: (21) 3219 6505 contato@stkcipital.com.br Auditor: KPMG Custodiante: BNY Mellon Banco SUPERVISÃO FISCALIZAÇÃO - Comissão de Valores Mobiliários - CVM - Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br		
Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Os fundos geridos pela STK Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. As informações contidas nesse documento são confidenciais e não podem ser reveladas sem o consentimento prévio e expresso da STK Capital. A exposição ao risco e a possibilidade de perda são inerentes aos investimentos.		



O STK Long Only FIA investe em ações utilizando análise fundamentalista como principal metodologia de avaliação de empresas. O objetivo é valorizar suas cotas no longo prazo, através de investimentos em ações negociadas no mercado à vista de bolsas de valores, mantendo apenas posições compradas. A Gestora busca maximizar a performance do fundo através de gestão ativa da carteira.

Início do fundo: 26 de dezembro de 2012.

Público alvo: Investidores em geral.

Classificação ANBIMA: Ações Livre | Código ANBIMA – 32177-1 | Código CVM – 194700

Perfil de Risco: Arrojado.

Taxa de administração: 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo. Apurada diariamente e paga mensalmente.

Taxa de administração máxima: 2,25% aa. Compreende a taxa de administração mínima e o percentual máximo que a política do FUNDO admite despende em razão das taxas de administração dos fundos de investimento investidos

Taxa de performance: 20% aa sobre o ganho que exceder Ibovespa Fechamento, com marca d'água. Apurada diariamente e paga semestralmente

Conversão de cotas na Aplicação: D+1 da disponibilidade dos recursos

Conversão de cotas no Resgate: D+30 dias corridos da solicitação

Pagamento do Resgate: D+2 dias úteis da conversão de cotas

Carência para Resgate: não há

Administrador e Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (CNPJ: 02.201.501/0001 61)

Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP: 20030-905, Tel: (21) 3219 2500 / Fax: (21) 3219 2501 www.bnymellon.com.br/sf

SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21)3219-2600 | (11) 3050-8010

Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800-725-3219

Gestor: STK Capital Gestora de Recursos Ltda.

Auditor: KPMG

Custodiante: BNY Mellon Banco

Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Os fundos geridos pela STK Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. As informações contidas nesse documento são confidenciais e não podem ser reveladas sem o consentimento prévio e expresso da STK capital. A exposição ao risco e a possibilidade de perda são inerentes aos investimentos.



Gestão de Recursos