

OS NOVOS TIGRES ASIÁTICOS

OUTUBRO 2025

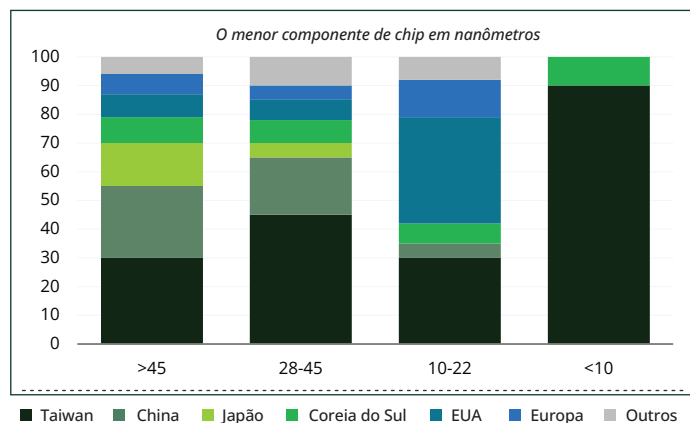


Naomi WAISTELL

Após uma recente viagem a Taiwan e à Coreia do Sul, Naomi Waistell, co-gestora do Carmignac Portfolio Emergents, destaca a força renovada e a relevância global dos “Novos Tigres” da Ásia. Outrora conhecidas pelo seu crescimento impulsionado pelas exportações, estas economias estão agora a impulsionar as revoluções digitais e da inteligência artificial (IA) que irão moldar a próxima década. No entanto, continuam a ser subvalorizadas, subestimadas e frequentemente ignoradas pelos investidores globais. Por trás dos meios de comunicação, os quais são dominados por alguns nomes de grande capitalização, vemos um panorama de investimentos profundo e diversificado, onde convergem crescimento estrutural, liderança tecnológica e melhoria da governança. Para aqueles dispostos a olhar além do óbvio, as oportunidades na Ásia são tão diversas quanto atraentes.

Após a Segunda Guerra Mundial, Taiwan, Coreia do Sul, Hong Kong e Singapura passaram por uma rápida industrialização impulsionada pelas exportações e por um rápido crescimento económico, sendo apelidadas de economias dos “Tigres Asiáticos”. A transição dos mercados agrícolas para economias de alto valor, baseadas no conhecimento e capazes de competir globalmente, foi rápida, e assim a imagem do tigre no simbolismo asiático capturou essa velocidade, poder e agilidade furtivos. Hoje em dia, não há nada de camuflado no desenvolvimento bem-sucedido de Hong Kong e Singapura, que se tornaram importantes centros financeiros internacionais. Taiwan e Coreia do Sul, por sua vez, dominam o mundo na fabricação de semicondutores, com 100% de participação na tecnologia de ponta.

CAPACIDADE GLOBAL DE PRODUÇÃO DE SEMICONDUCTORES POR TAMANHO DE CHIP (EM% DO TOTAL, 2023)



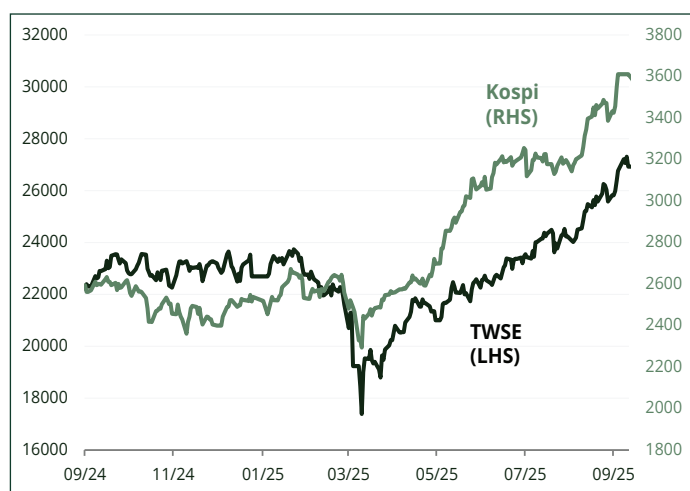
Fontes: Bloomberg, Statista, Perspectivas para fábricas de semicondutores de 300 mm, 2023



No entanto, atualmente, a IA é vista quase exclusivamente como uma criação do Silicon Valley, ignorando o fato de que a infraestrutura e a fabricação essenciais não seriam possíveis sem o norte da Ásia. Em termos simples, é impossível falar sobre IA sem falar sobre esses mercados emergentes, pois é neles que residem os fatores críticos que possibilitam a revolução da IA. Desde a fabricação avançada de chips em Taiwan até os chips de memória da Coreia do Sul e a infinidade de componentes de nicho, mas indispensáveis, sem os quais o mundo hoje não pode viver. Existem alguns nomes conhecidos – TSMC, é claro –, mas o que falta é a profundidade dessa cadeia de suprimentos vital, as centenas de empresas “picks and shovels” (pás e picaretas) que oferecem um rico potencial para a seleção de ações. Tanto o índice Taix de Taiwan quanto o índice Kospi da Coreia do Sul continuaram a subir para novos máximos

históricos este ano, mas a atenção está concentrada apenas em algumas empresas de grande capitalização, e os fundos globais permanecem perpetuamente subponderados na região.

EVOLUÇÃO ANUAL (VARIAÇÃO DE PREÇO) DOS MERCADOS COREANO E TAIWANÊS



Fonte: Bloomberg, outubro de 2025

Vemos isso como uma ineficiência que podemos usar a nosso favor, com um conhecimento e compreensão mais profundos desse ecossistema, sua natureza complexa e uma apreciação pelas vantagens elusivas da experiência, especialização, escala e uma cultura que é a base do sucesso. Com isso em mente, viajamos para esses Tigres Asiáticos em setembro, nos reunimos com cerca de 30 empresas de semicondutores e buscamos oportunidades menos evidentes para obter retornos ativos.

O que aprendemos foi que os principais gargalos ou restrições geralmente estão em áreas especializadas, controladas por uma ou duas empresas de médio porte — aquelas que fabricam BMCs (controladores de placa-mãe), CCL (laminados revestidos de cobre), racks de servidor, sistemas de energia ou soluções de resfriamento líquido indispensáveis. Em alguns casos, os preços das peças essenciais estão aumentando de 2 a 3 vezes e são necessários volumes maiores para cada geração, impulsionando o crescimento, enquanto as vantagens competitivas em termos de custo e taxa de rendimento permanecem, melhorando assim a rentabilidade. Uma empresa com a qual nos reunimos contextualizou isso: “Fazemos planos estratégicos para 10 anos. No ano passado, estabelecemos a meta de margem operacional para 10 anos em 15% [de 11,3% em 2024], e agora alcançamos essa meta! Alcançar uma meta de margem de dez anos em menos de um ano é algo inédito, mas o mesmo se aplica ao ritmo de crescimento da demanda. Cada vez mais, esses fabricantes de componentes estão observando fontes de demanda mais diversificadas, não apenas da arquitetura GPU dominante, mas cada vez mais dos ASICs (circuitos integrados específicos

para aplicações), que provavelmente funcionarão mais em paralelo no futuro e proporcionarão outra via de crescimento, expandindo o mercado total acessível e reduzindo o risco de concentração de um cliente importante.

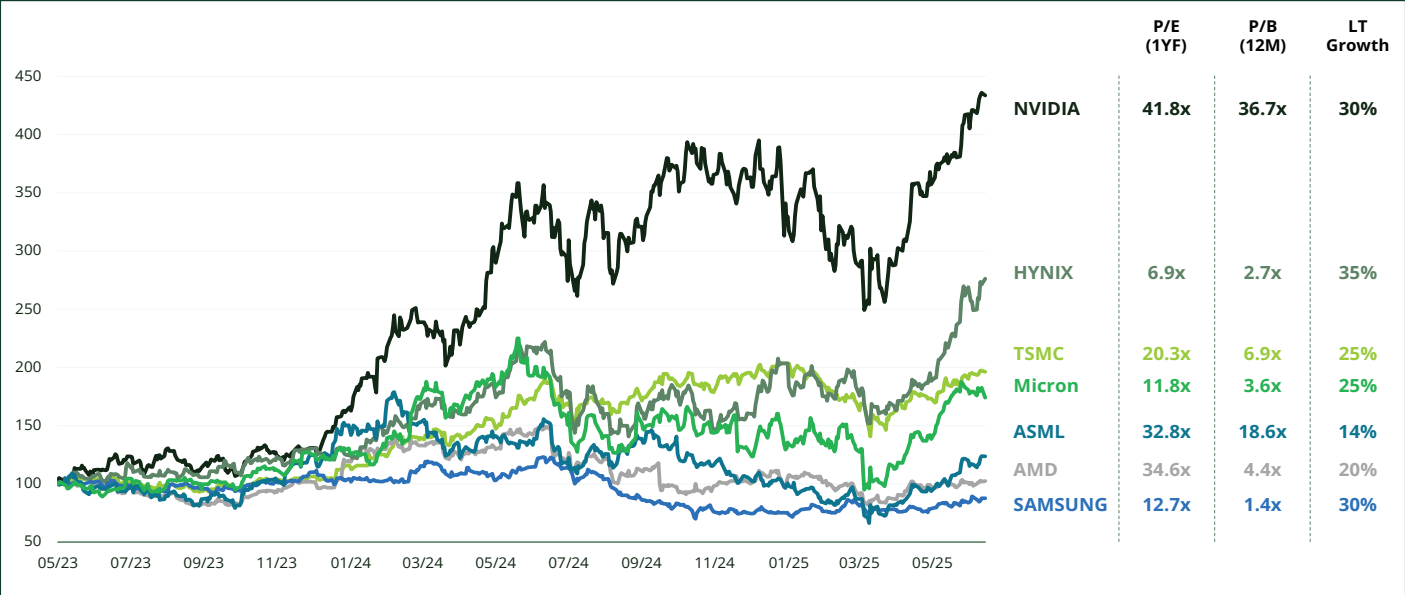
A conclusão mais marcante do tempo passado no terreno foi uma história de força contínua na procura em toda a cadeia de IA, sem indícios a curto prazo de uma quebra ou mesmo de qualquer abrandamento na procura entre gerações – os clientes querem um fornecimento constante e as taxas de utilização para muitos estão a funcionar a 100% durante todo o ano. Uma empresa com a qual conversamos descreveu como os pagamentos por remessas aéreas para os EUA são baseados no peso, que só aumenta cada vez mais, mas observou que “não há limite para a demanda, eles querem esses produtos”. As equipas de gestão estavam unanimemente otimistas quanto às oportunidades de crescimento da IA a longo prazo, com desafios estratégicos focados em como resolver as restrições de capacidade em determinadas áreas, que, por enquanto, servem apenas para aumentar o poder de fixação de preços. Consideramos isso estrutural, dados os longos e árduos ciclos de qualificação para componentes-chave, que elevam os custos de troca e as barreiras de entrada e levam a receitas recorrentes muito estáveis com menor risco.

Curiosamente, a conscientização dos investidores sobre esses mercados está começando a crescer, e conhecemos vários investidores globais seniores que estavam visitando Taiwan e a Coreia pela primeira vez. E por que não fariam isso? Se os comentários de Jensen Huang durante a última teleconferência sobre os resultados da Nvidia, de que o mercado global de IA poderia expandir-se para 3-4 biliões de dólares em 2030, dos atuais 600 mil milhões de dólares, implicando uma CAGR >40%⁽¹⁾, se concretizarem, isso traduzir-se-á em vastos investimentos incrementais na Ásia nos próximos 5 anos, sublinhando uma trajetória de crescimento muito significativa para estes facilitadores críticos.

Com as preocupações sobre as tensões geopolíticas acalmadas – pelo menos por enquanto –, as avaliações na Ásia com um desconto significativo em relação às dos EUA e, na Coreia, uma história paralela de reforma da governança corporativa, continuamos a ver esses mercados como um terreno fértil para oportunidades de investimento. As empresas aqui têm níveis de rentabilidade subvalorizados, com recursos financeiros sólidos para apoiar o que é uma oportunidade de crescimento atraente e continuar a expandir os seus lucros – o que, em última análise, é o que impulsiona os preços das ações. Não é necessário procurar exposição à IA a múltiplos estratosféricos; as empresas asiáticas oferecem diversificação para uma forma de exposição menos concorrida, mas possivelmente mais atraente.

(1) CAGR: Taxa de crescimento anual composta

EVOLUÇÃO DO DESEMPENHO DAS AÇÕES DE SEMICONDUTORES E MEMÓRIAS DESDE O FRENESI DA IA (EM%)



Fonte: Carmignac, Bloomberg, outubro de 2025. Estimativas consensuais da Bloomberg para os anos civis de 2025 e 2026

A SK Hynix, apesar de ter subido mais de 150% (em dólares americanos) desde o início do ano, ainda é negociada com um P/E futuro de apenas 6,9x, para um crescimento de lucros superior a 30% — uma anomalia de avaliação muito acentuada. A TSMC, embora ligeiramente mais cara, ainda está longe dos níveis de avaliação dos seus pares do mercado desenvolvido, para os quais os seus serviços são essenciais e quase insubstituíveis. O mesmo se aplica a várias das nossas participações em empresas tecnológicas de média capitalização⁽²⁾, que são negociadas com múltiplos PE na casa dos 15-20 e oferecem frequentemente margens brutas e perfis ROIC superiores. À medida que o conteúdo por chip e por unidade de servidor continua a aumentar, acreditamos que uma parcela cada vez maior do lucro incremental do setor será acumulada por esses operadores eficientes. Crescimento estrutural e rentabilidade à venda com desconto! Consideramos que este é um cenário atraente para a geração de alfa.

TSMC – ABSOLUTAMENTE FABULOSA

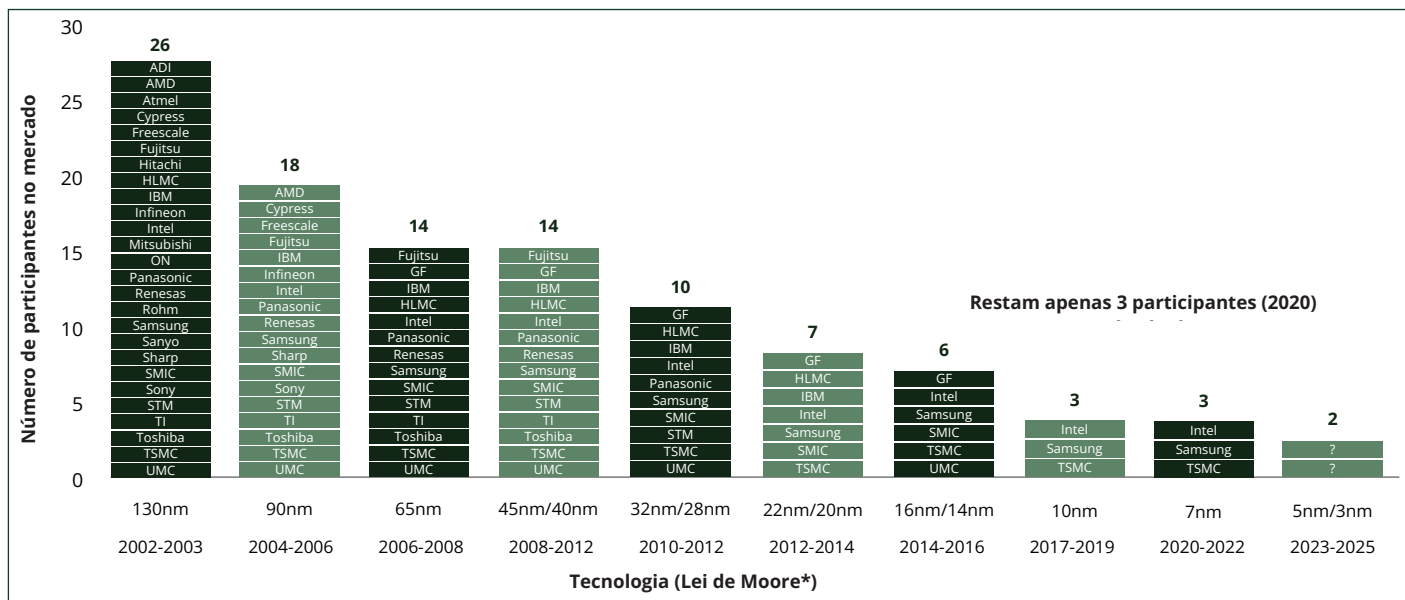
A TSMC é, literalmente, a mãe de toda a IA. Os chips aceleradores de IA que treinam e executam LLMs (grandes modelos de linguagem) são a espinha dorsal dessa tecnologia transformadora, e quase todos eles são fabricados pela TSMC, principalmente em Taiwan. A demanda explosiva por esses chips fez com que a receita da TSMC dobrasse nos últimos quatro anos, com a receita proveniente da IA crescendo exponencialmente e representando uma parcela cada vez maior. A empresa pretende continuar a crescer a uma taxa composta anual de 20% até ao final da década e,

para tal, a TSMC está a investir cerca de 40 mil milhões de dólares em despesas de capital este ano e anunciou projetos de investimento plurianuais significativos para expandir a sua capacidade, incluindo 165 mil milhões de dólares a investir no Arizona, aprofundando a sua presença nos EUA. O foco dos gastos será nos nós de ponta, com capacidade de 2 nm e 3 nm, que são vitais para o alto desempenho computacional e a eficiência energética dos chips de IA.

A TSMC foi fundada por Morris Chang em 1987, numa época em que a maior parte da fabricação de chips era feita “internamente” pelas empresas de design de chips. A TSMC decidiu mostrar que uma empresa dedicada e especializada na fabricação de chips poderia otimizar e aprimorar os processos, além de oferecer eficiência para todos. Em vez de operar sob um modelo de “cada um por si”, a TSMC trabalhou para vários clientes, trazendo economias de escala e a confiança de que, como fabricante puro, nunca competirá com os clientes, mas permitirá que eles operem como empresas de design “sem fábrica” e com baixo investimento de capital. Isso transformou a estrutura do setor e fez com que o número de empresas capazes de oferecer recursos de fabricação de ponta caísse de 26 em 2002 para apenas 2 ou 3 atualmente: TSMC, Samsung e Intel.

(2) Participações na Carmignac Portfolio Emergents e FP Carmignac Mercados Emergentes, em 30/09/2025

EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DE SEMICONDUTORES: NÚMERO DE PARTICIPANTES COM CAPACIDADES DE FABRICAÇÃO DE PONTA



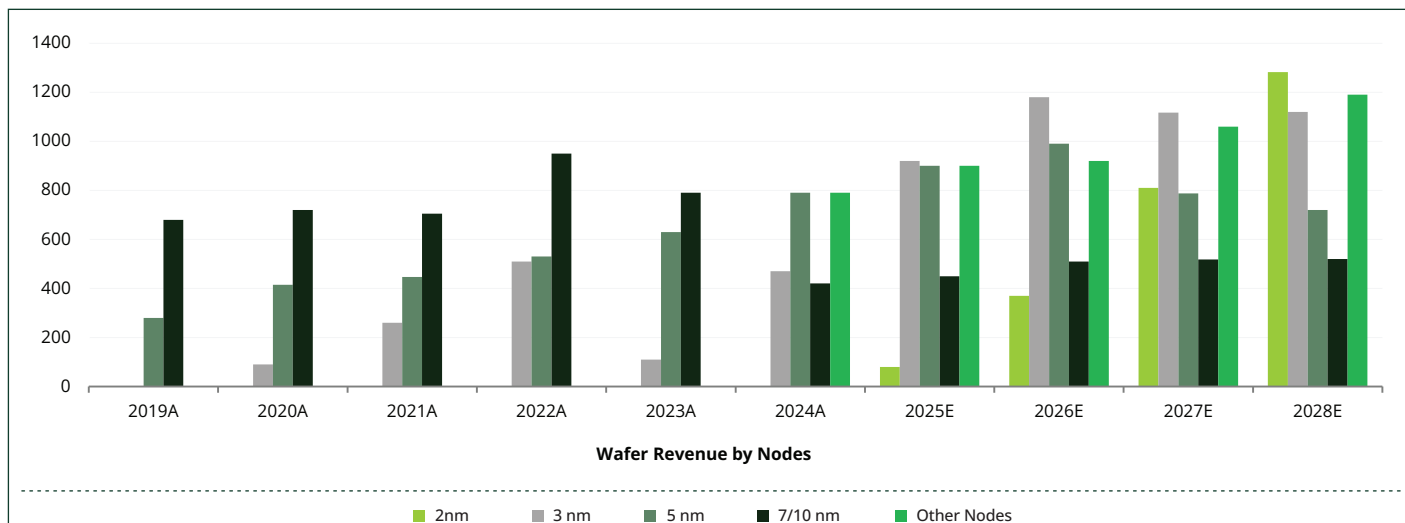
Fontes: Relatório sobre integração 3D/2.5D em embalagens de alto desempenho, Yole Développement 2020 (fontes de dados: Intel e WikiChip).

*A Lei de Moore afirma que o número de transistores em chips de circuitos integrados dobra a cada dois anos.

A TSMC detém 90% do mercado de nós avançados, já que as fundições da Samsung e da Intel têm enfrentado dificuldades para produzir chips de 5 nm e abaixo com escala e rendimento capazes de rivalizar com as capacidades da TSMC. Portanto, não vemos as recentes iniciativas da Nvidia e do governo dos EUA para estabelecer uma parceria com a Intel e injetar capital na empresa como uma ameaça significativa. O que eles estão fazendo agora está em um nível de precisão que é simplesmente muito, muito difícil de replicar. A Nvidia continuará a depender fortemente da TSMC no futuro próximo. Durante nossa reunião com a empresa em sua ampla sede nos arredores de Taipei, a empresa reafirmou seu cronograma para iniciar a produção em massa de chips de 2 nm em Taiwan ainda este ano.

Manter essa posição de liderança incomparável não é barato: seus gastos de capital de cerca de US\$ 40 bilhões em 2025 superam em muito os gastos da Samsung, cujos gastos de capital com fundição são de apenas US\$ 4 bilhões este ano, enquanto os da Intel são de cerca de US\$ 10 bilhões. A TSMC está investindo onde é mais importante: nos nós avançados, com receitas de 5 nm e abaixo representando agora 50% da receita e com expectativa de atingir 70% da receita até 2027, consolidando seu domínio.

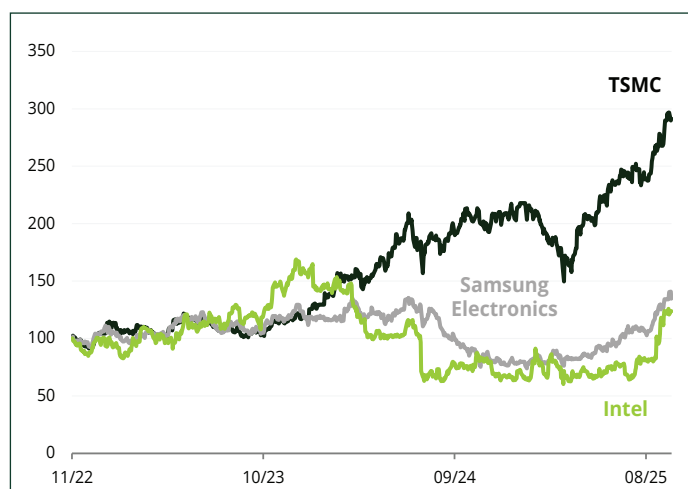
EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DE SEMICONDUTORES: NÚMERO DE PARTICIPANTES COM CAPACIDADES DE FABRICAÇÃO DE PONTA



Fonte: Consenso Visible Alpha, fevereiro de 2025

A empresa confirmou que a demanda por esses nós de ponta continua sendo maior do que a oferta e continuará crescendo, com o interesse em 2 nm sendo maior do que em 5 nm e 3 nm, criando as condições para que 2 nm se torne um nó mais duradouro, maior e, em última análise, mais bem-sucedido, tanto em termos de receita quanto de lucratividade. A administração discutiu conosco sua estrutura de 5 anos, que utiliza informações externas e análises internas para determinar um perfil de demanda adequado a longo prazo. Com mais de 500 clientes, eles têm uma visão mais profunda e ampla da dinâmica do setor e, à medida que a complexidade tecnológica aumenta, os clientes precisam planejar com três anos de antecedência, o que ajuda na visibilidade. A TSMC vem utilizando essa estrutura detalhada e Bottom-up há algum tempo, e os testes retrospectivos mostram que ela é boa para acompanhar tendências. Portanto, embora pausas de curto prazo sejam sempre possíveis, tudo o que eles veem de seu ponto de vista único indica um forte impulso contínuo para a IA (tanto GPU quanto ASIC). A TSMC está trabalhando arduamente para atender à demanda, incluindo a aceleração da construção de fábricas, mas a realidade é que isso leva tempo!

RETORNOS DA TSMC VS. SAMSUNG ELECTRONICS E INTEL



Fonte: Bloomberg, outubro de 2025

O preço das ações da TSMC subiu quase 200% desde o advento do ChatGPT no final de novembro de 2022, tornando-a agora a 9ª empresa mais valiosa do mundo, à frente da Tesla. A busca incessante pela excelência e eficiência levou a margens brutas com que poucos poderiam sonhar, próximas a 60%⁽³⁾. A administração atribui suas margens a seis fatores principais: tecnologia e liderança, taxas de utilização, custo, mix, câmbio e preços. E sim, dada a sua natureza crítica e dominância, eles poderiam elevar os preços, mas o mantra da empresa sempre foi que eles têm sucesso quando os clientes também têm sucesso e, por isso, eles se preocupam em compartilhar os frutos de sua inovação. Eles acreditam na necessidade de “conquistar nosso valor” por meio da diferença tecnológica contínua e reconhecem a exigência de obter um retorno saudável e sustentável – o ROE é atualmente de 30%⁽⁴⁾ e eles consideram um nível >25% como “inegociável”.

O maior desafio da TSMC é provavelmente também o seu maior trunfo: a cultura. Famosa por sua ética de trabalho intensiva, com funcionários especializados que buscam incessantemente melhorias marginais, será muito difícil replicá-la nos EUA. Mas a empresa reconhece a necessidade imperativa de diversificar para além da sua ilha natal, mesmo à margem das disputas geopolíticas. Considerações sobre disponibilidade de terrenos, engenheiros e energia são cada vez mais urgentes, com algumas estimativas indicando que a TSMC poderá ser responsável por 25% do consumo de eletricidade de Taiwan até 2030 (contra menos de 10% atualmente)⁽⁵⁾. A capacidade deles de alcançar esse crescimento futuro dependerá cada vez mais do sucesso no exterior.

A TSMC ainda tem ambições de crescimento de longo alcance, além das oportunidades atuais, rumo a um futuro com IA empresarial e IA física, carros autônomos e robôs humanoides, que se tornarão realidade à medida que as capacidades dos modelos continuarem a aumentar, levando a um mercado cada vez maior para a gigante da manufatura. É uma empresa verdadeiramente única, a beneficiária mais clara do superciclo da computação e uma participação absolutamente essencial para a exposição à revolução da IA.

A CADEIA DE ABASTECIMENTO DESCONHECIDA

As oportunidades para a Ásia dentro dessa revolução da IA, no entanto, vão muito além da TSMC. Em nosso portfólio, obtivemos fortes retornos ao diversificar nossa dependência da TSMC (agora próxima a 12% do índice de referência e impossível de sobreponderar) para uma série de empresas de nicho de médio porte em toda a cadeia de valor. Muitas vezes, esses são os únicos participantes em uma determinada área, ou pelo menos os líderes indiscutíveis de um componente essencial de hardware, o que os torna resilientes, com vantagens estruturais em termos de custo e poder de precificação, além de oferecerem a oportunidade de obter um alfa mais alto. Aqui destacamos dois desses mercados finais menos conhecidos.

LAMINADO REVESTIDO DE COBRE (CCL)

O laminado revestido de cobre é um material fundamental utilizado na fabricação de PCBs (placas de circuito impresso), permitindo a montagem de componentes semicondutores na PCB. À medida que o número de GPUs continua a multiplicar-se, haverá um aumento contínuo no conteúdo de PCB/CCL em cada bandeja de computação do servidor, com previsões que sugerem que o valor desses componentes por bandeja de computação triplicará com a transição da atual arquitetura Nvidia Blackwell para a arquitetura Nvidia Rubin, impulsionando um alto crescimento para os fabricantes de CCL. A crescente demanda levou a uma oferta muito restrita de CCL (devido à escassez de materiais essenciais, como fibra de vidro), causando hesitação na expansão da capacidade e, assim, agravando a restrição de oferta e conferindo

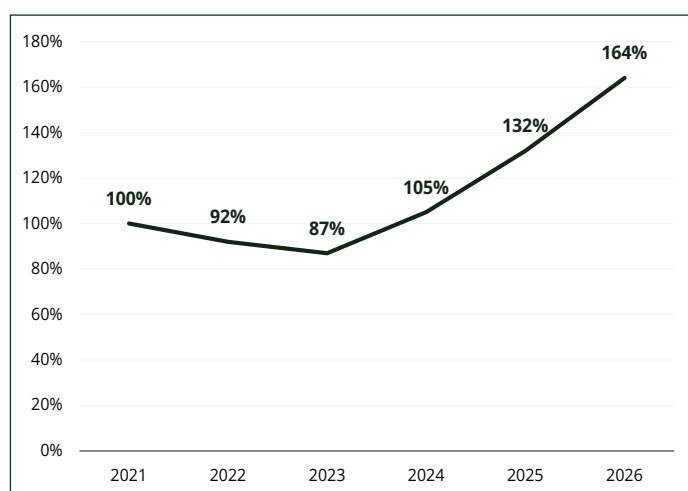
(3) Fonte: Bloomberg, dados da empresa, setembro de 2025

(4) Fonte: Bloomberg, dados da empresa, Goldman Sachs, BoAML Research, setembro de 2025

(5) Fonte: Bloomberg, dados da empresa, setembro de 2025

maior vantagem àqueles com matéria-prima e capacidade suficientes. Os preços do CCL subiram mais rapidamente devido a essa dinâmica e parecem apoiar a continuidade do forte crescimento e das margens de lucro robustas. A longo prazo, os participantes capazes de atualizar continuamente sua tecnologia CCL e operar no segmento de alta tecnologia devem manter uma vantagem competitiva.

LAMINADOS REVESTIDOS DE COBRE (CCL) DE ALTA QUALIDADE: EQUILÍBRIO ENTRE OFERTA E DEMANDA (EM%, ANO BASE 2021)

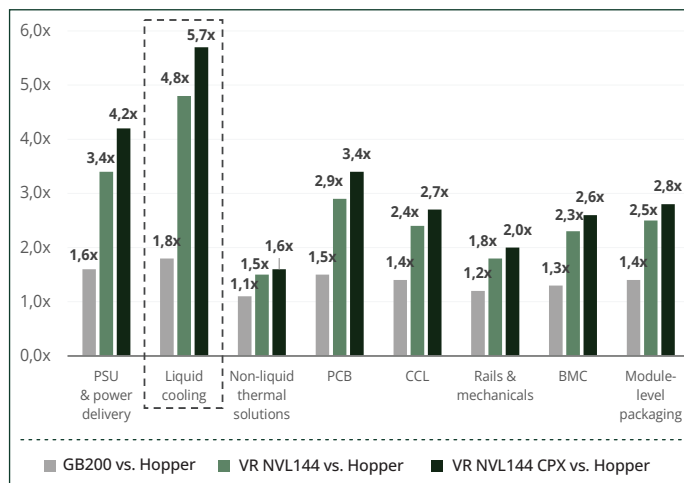


Fonte: Bloomberg, BofA Research, 2025

REFRIGERAÇÃO LÍQUIDA

Nossa viagem destacou os crescentes desafios do gerenciamento térmico nos sistemas de IA. À medida que o conteúdo computacional cresce, o consumo de energia também aumenta e, portanto, a necessidade de implementar soluções para resfriar com eficácia sistemas cada vez mais quentes está se tornando uma área de foco crescente para o setor. O valor do conteúdo dos componentes de dissipação térmica no resfriamento a ar para servidores de IA aumentou 18 vezes em comparação com os servidores convencionais, e soluções de resfriamento líquido mais eficazes podem ter um aumento adicional de 3 a 6 vezes no valor do conteúdo, impulsionando tanto a receita quanto a expansão da margem. Uma empresa com a qual nos reunimos comentou que “nunca tinha visto um negócio crescer assim”. Novas tecnologias estão surgindo neste espaço, principalmente as “tampas de microcanais” com transferência de calor e eficiência de resfriamento superiores, que consideramos uma oportunidade empolgante para obter mais valor, embora os prazos para adoção ainda sejam incertos e seja provável que aqueles com experiência existente, trabalhando diretamente com os principais clientes, mantenham suas vantagens.

ATUALIZAÇÃO DO VALOR DO CONTEÚDO DE HARDWARE POR GERAÇÃO DE GPU (X)



Fonte: Bloomberg, BofA Research, 2025

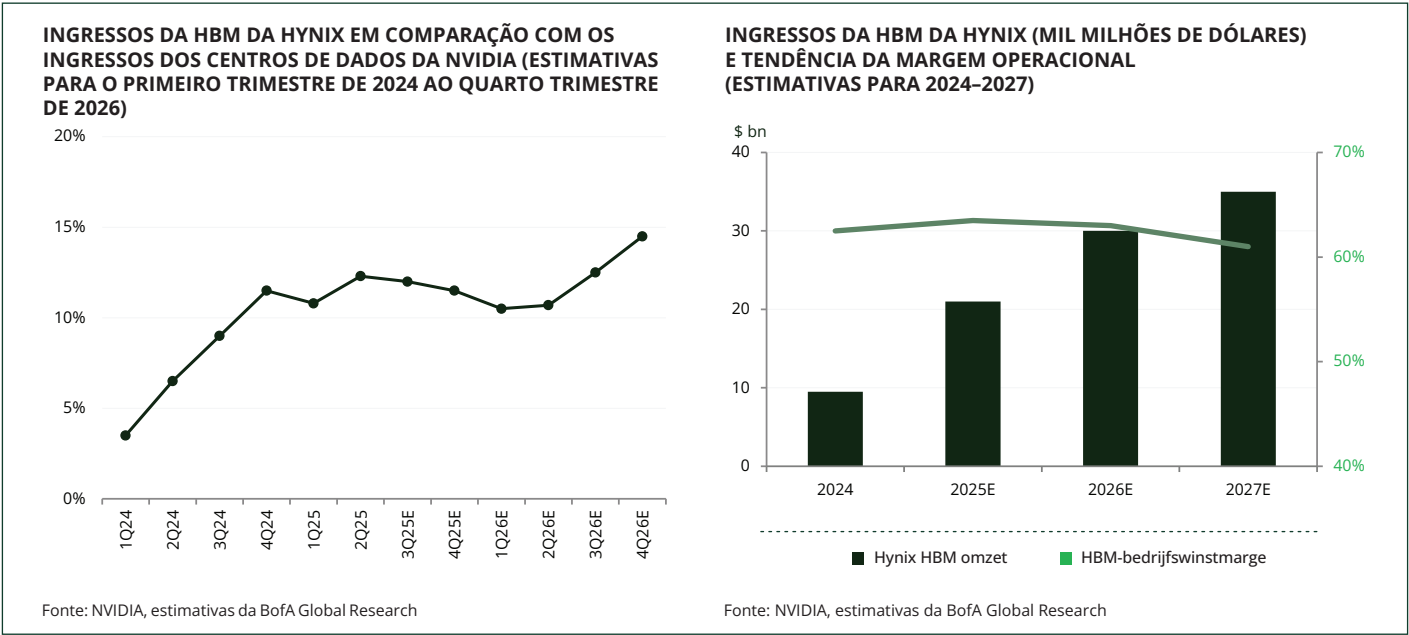
SK HYNIX: O CRIADOR DE MEMÓRIAS

A SK Hynix também está no epicentro do boom da IA, graças à liderança tecnológica da empresa em memória de alta largura de banda (HBM), necessária para chips de IA avançados, e à sua quota de mercado dominante com grandes clientes, nomeadamente a Nvidia, que tem sido fundamental para a nossa visão. Passamos algum tempo com a administração na Coreia, bem como com colegas e participantes da cadeia de suprimentos, para garantir que essa tese permanecesse intacta.

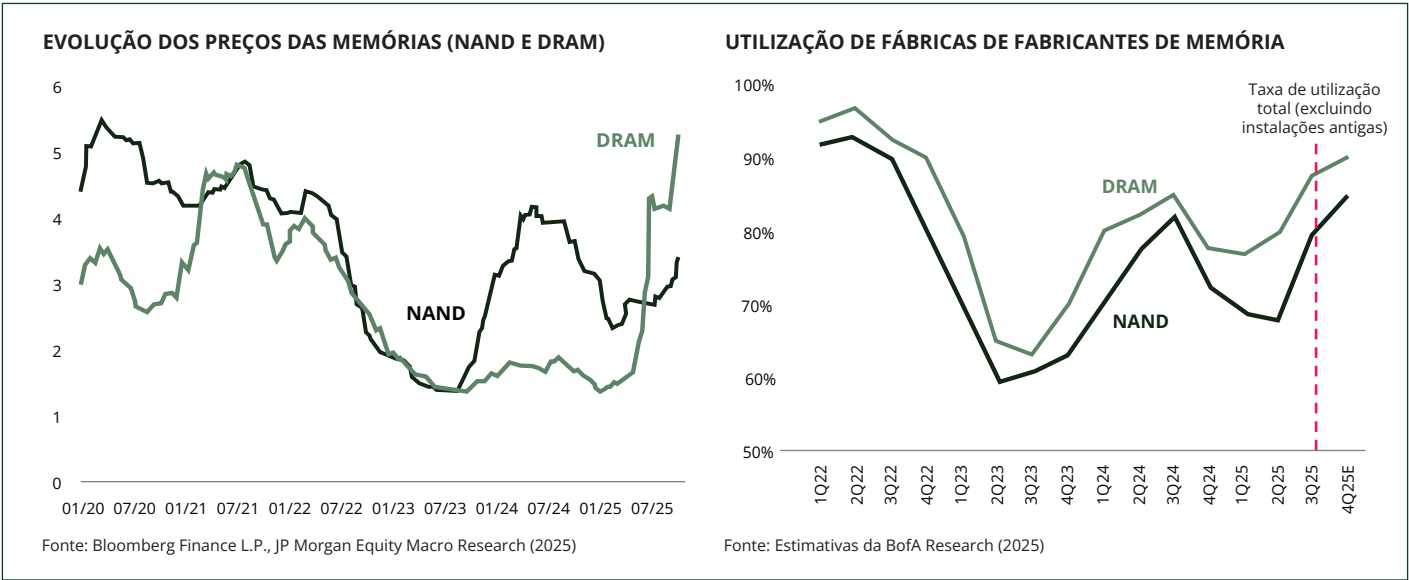
O foco está diretamente nas negociações de preços com a Nvidia para os contratos HBM4 de próxima geração, que definirão a rentabilidade a partir de 2026. A natureza protrativa dessas negociações sugere termos difíceis para ambas as partes e, talvez, também a incerteza da Nvidia quanto à disponibilidade da Samsung como segunda fonte. Independentemente desse resultado, estamos confiantes de que a Hynix manterá sua participação dominante no mercado de HBM no futuro próximo. Embora a nova tecnologia 1c da Samsung possa oferecer vantagens em termos de eficiência energética, a comprovada confiabilidade da Hynix continuará a proporcionar rendimentos incomparáveis e taxas de falha mais baixas, fatores determinantes para a eficiência de custos, onde a experiência, a escala e a gestão do rendimento são mais importantes. Além disso, a Hynix está supostamente pronta para ganhar participação com hiperescaladores como Google e Amazon, dependendo do resultado da Nvidia.

Embora se estime que os custos do HBM4 tenham aumentado entre 30% e 50% em relação à geração anterior, a Hynix faz questão de salientar que a sua base de custos continua muito abaixo dos preços de venda. Mesmo um aumento modesto nos preços poderia preservar margens sólidas, o que é um foco central. Acolhemos com satisfação

essa disciplina, que também é evidente na gestão da capacidade, onde a empresa afirmou que está construindo apenas com base na demanda garantida, rejeitando a mentalidade de “construa e eles virão”, que antes desestabilizava os ciclos de DRAM. A administração busca estabilidade e rentabilidade em vez de expansão, reforçando uma cultura moldada pelas lições aprendidas com a expansão excessiva do passado.



À medida que o HBM4 se torna dominante a partir do segundo semestre de 2026, os preços da geração anterior HBM3e irão naturalmente diminuir. No entanto, não compartilhamos dos receios de uma profunda erosão das margens da HBM que alguns têm manifestado. Em vez disso, estamos otimistas de que a demanda impulsionada pela IA está absorvendo a oferta, enquanto a DRAM convencional entrou no que a administração chamou de “recuperação discreta”, proporcionando uma fonte adicional de crescimento, já que a oferta do setor está limitada pela realocação para HBM, enquanto as perspectivas de demanda permanecem firmes. Até mesmo o mercado de NAND entrou agora em território positivo, com a normalização dos estoques, apontando para uma recuperação estrutural nos preços e na rentabilidade do NAND, com a alocação de capital agora visando retornos sustentáveis sobre o investimento. Vemos um crescimento sustentável dos lucros e um ciclo positivo prolongado.

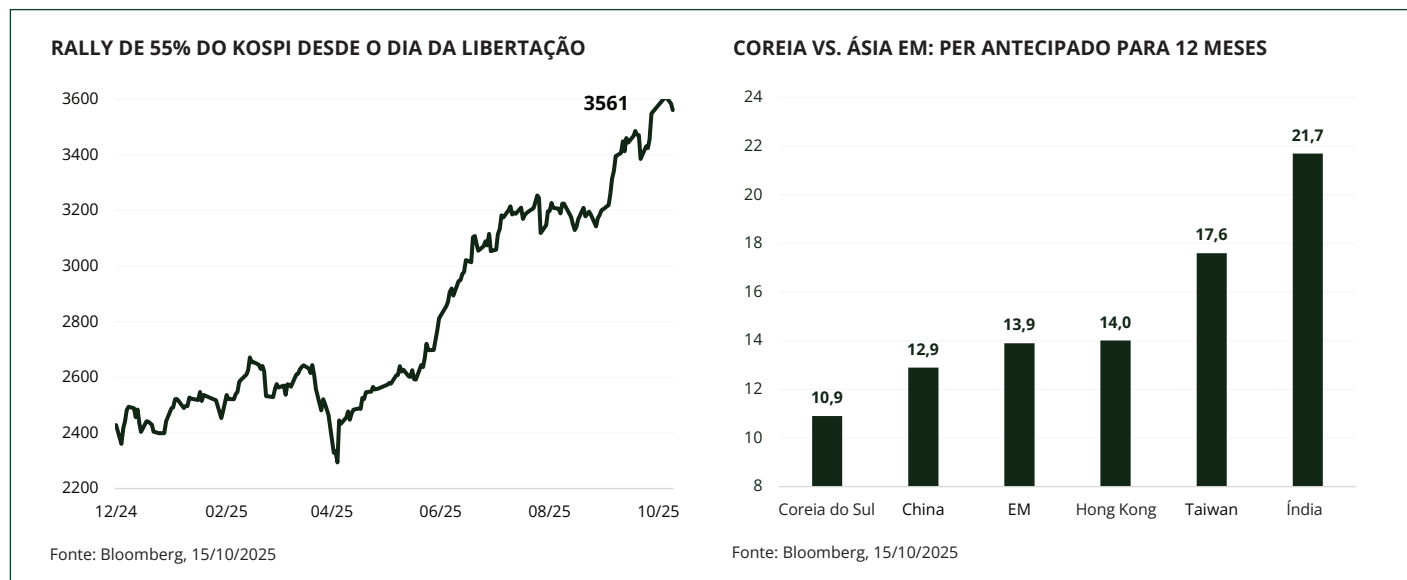


A dupla exposição da SK Hynix à liderança em HBM e à recuperação de DRAM/NAND coloca a empresa em uma posição única. As avaliações se recuperaram recentemente devido às manchetes sobre a visita de Sam Altman à Coreia, durante a qual ele anunciou uma parceria estratégica da OpenAI com a SK Hynix e a SAMSUNG ELECTRONICS para fornecer HBM ao projeto Stargate. Os volumes mencionados neste acordo representam mais de 100% da capacidade atual de toda a indústria de memórias! Portanto, embora consideremos isso principalmente como combustível para um mercado de IA já aquecido e levemos isso com uma grande pitada de sal, isso ressalta a importância do fornecimento de memória na infraestrutura de IA e representa uma enorme oportunidade de crescimento adicional, o que restringiria ainda mais o fornecimento do setor.

Embora o resultado das negociações da HBM4 com a Nvidia possa definir o tom no curto prazo, mantemos nossa convicção de que a combinação de liderança tecnológica, demanda resiliente por IA e um balanço patrimonial sólido, tudo isso com um P/E de apenas 6,9x para 2026⁽⁶⁾, apoia um potencial de reavaliação adicional.

É HORA DA COREIA “VALORIZAR”

A história da reforma da governança corporativa da Coreia, que visa aumentar o valor das empresas, acrescenta um fator secular ao mercado acionário coreano, que há muito tempo é negociado com o chamado “desconto coreano” e, apesar de ter disparado mais de 60% este ano, as ações coreanas ainda são negociadas muito abaixo de outras contrapartes asiáticas. As baixas avaliações persistentes têm restringido há muito tempo a criação de riqueza doméstica, incentivando a fuga de capitais e elevado o custo das ações para novos empreendimentos. As reformas em curso visam reverter esse ciclo, promovendo uma gestão disciplinar do capital, uma governança equitativa e um maior envolvimento dos acionistas. Se implementada com sucesso, essa reforma poderá marcar um momento crucial na evolução econômica e do mercado da Coreia do Sul.

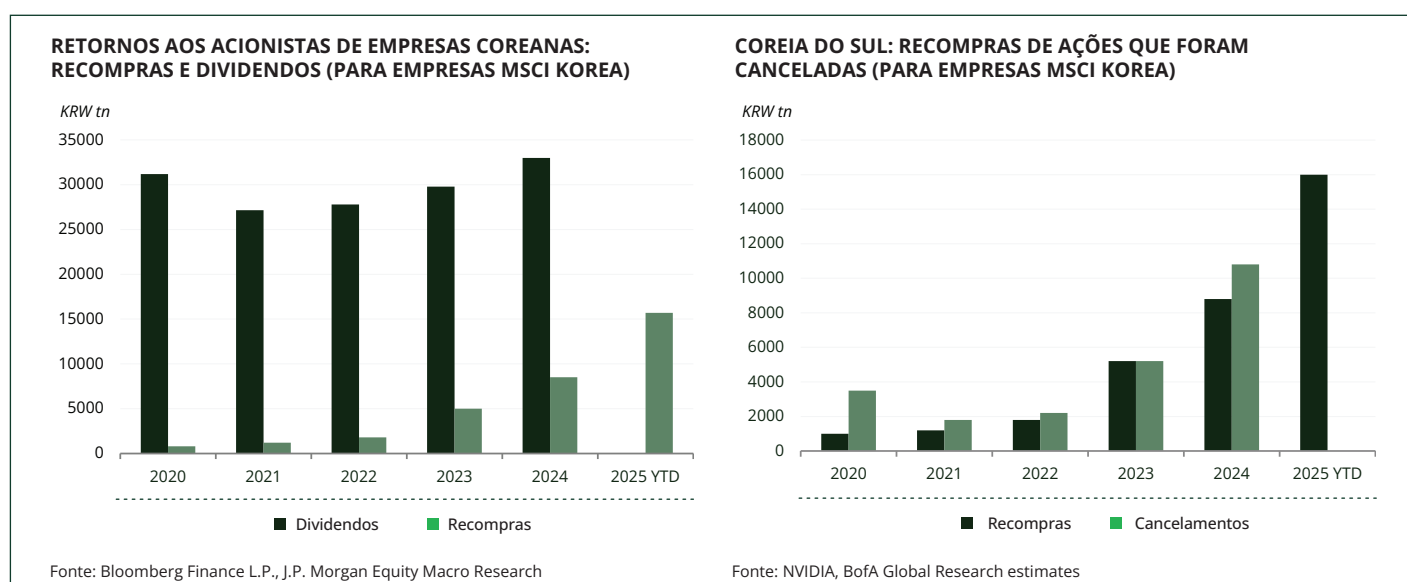


A eleição presidencial em junho deste ano deu um novo impulso às reformas governamentais há muito adiadas. Nos últimos meses, várias revisões da Lei Comercial foram promulgadas, aumentando drasticamente as obrigações fiduciárias dos conselhos de administração para com todos os acionistas. As principais conquistas incluem: tornar os membros do conselho mais responsáveis perante todos os acionistas, e não apenas aqueles que detêm o controle; exigência de, no mínimo, um terço de diretores independentes para empresas de grande capitalização; introdução da votação cumulativa obrigatória e fortalecimento da independência do comitê de auditoria. Há mais por vir, com mudanças esperadas na tributação onerosa dos dividendos, embora a tão almejada redução do imposto sobre heranças (que incentivaria a liberação de valor nas estruturas frequentemente complexas de participação cruzada das chaebols) continue improvável.

(6) Rácio P/E (preço/lucro) para 2026, Bloomberg, 15/10/2025

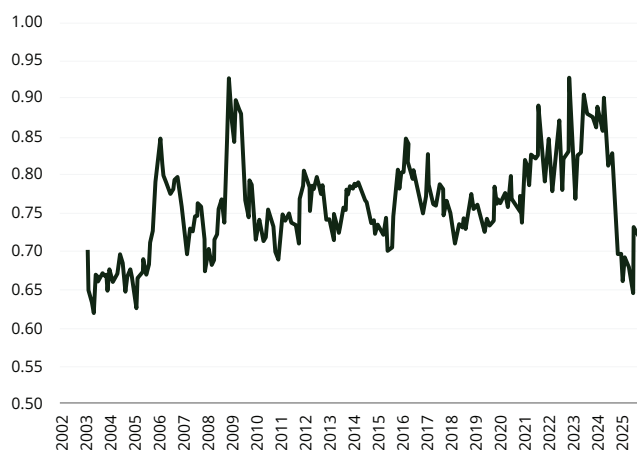
Há também uma visão mais ampla para essas reformas, além da recuperação do mercado. O novo **governo** unificado do **presidente Lee** pretende usar a reforma do mercado de capitais como uma ferramenta para reduzir a desigualdade na Coreia: promovendo a participação no mercado financeiro como um meio de reequilibrar a criação de riqueza em direção a ativos financeiros mais produtivos e reduzindo a dependência da Coreia do setor imobiliário — que ainda representa 64% dos ativos das famílias. Atualmente, há uma convergência entre a reforma da governança, a estabilidade política e a mudança nas atitudes sociais em relação à riqueza, o que reforça a necessidade de corrigir os graves desequilíbrios sociais. Com a demografia coreana entre as piores do mundo e a riqueza concentrada nas mãos de poucos, é necessário ampliar a distribuição e as fontes de riqueza para ajudar nas obrigações previdenciárias de uma população em rápido envelhecimento.

É encorajador que há sinais tangíveis de que **as empresas coreanas estão respondendo**. Isso foi percebido qualitativamente a partir do nosso envolvimento com as empresas no terreno e pode ser visto quantitativamente através do rápido aumento nas recompras de Classe de Ações (aumento de 80% em relação ao ano anterior) e cancelamentos nos últimos dois anos, com os cancelamentos de Classe de Ações em tesouraria saltando de 4,5 trilhões de KRW em 2023 para quase 18 trilhões no acumulado do ano até 2025!



A maioria das equipes de gestão com quem conversamos compreendeu a necessidade de mudar para uma alocação de capital mais favorável aos acionistas e ficamos tranquilos durante a viagem ao constatar que o governo e os reguladores estão comprometidos em manter a pressão para melhorar os padrões de governança corporativa. Muitos investidores, no entanto, continuam céticos, o que significa que, apesar do movimento acumulado no ano, as avaliações estão apenas voltando às médias de longo prazo e ainda não refletem uma reavaliação estrutural real para esse mercado. Se as normas de governança convergirem ainda mais para os padrões globais, ainda poderá haver um aumento significativo. A visão de longo prazo é clara: um ciclo virtuoso que se autoalimenta, no qual retornos mais elevados para os acionistas atraem participação doméstica, aumentam a eficiência do capital e reduzem o custo do capital próprio para inovação. Esse ciclo poderia transformar os mercados da Coreia, que são cronicamente subvalorizados, em mercados dinâmicos e autossustentáveis. No entanto, obstáculos significativos permanecem sem solução, na forma de estruturas de propriedade arraigadas e transações opacas entre partes relacionadas, de modo que o caminho para a meta outrora inimaginável do presidente Lee de “Kospi 5000” pode não ser impossível, mas provavelmente será irregular. Mas, num momento em que outros mercados estão próximos de avaliações recordes, a avaliação relativa da Coreia permanece com um desconto substancial e os níveis de propriedade estrangeira pouco mudaram. Junte isso aos impulsionadores da IA, da cultura K e de outros setores industriais, e acreditamos que ainda há muito a ser feito.

**TENDÊNCIA DO PER DA COREIA VS. ÁSIA, EXCETO JAPÃO
(PER FUTURO A 12 MESES)**



Fonte: CLSA, Korea Financial Supervisory Service, 2025

**NÍVEL DE PROPRIEDADE ESTRANGEIRA NA COREIA
(% DA CAPITALIZAÇÃO BOLSISTA)**



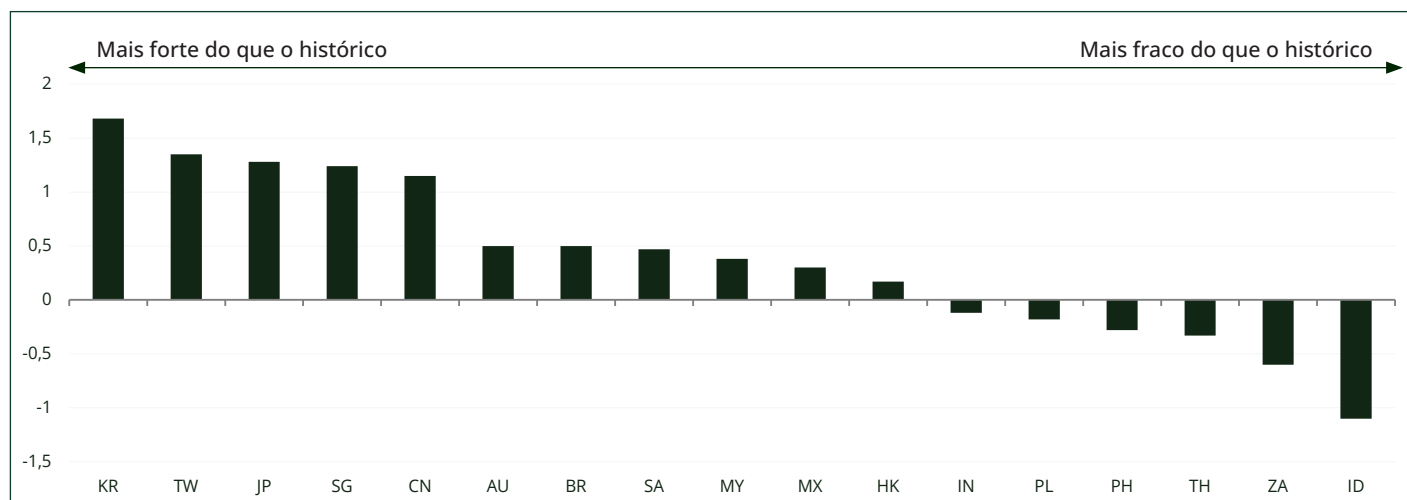
Fonte: CLSA, Korea Financial Supervisory Service, 2025

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Além das oportunidades de IA e das histórias de reforma da governança corporativa, outro fator positivo tanto para Taiwan quanto para a Coreia é a melhoria da dinâmica macroeconômica. O PIB de Taiwan cresceu 8% no segundo trimestre de 2025 – a taxa mais rápida em quatro anos, levando o governo a elevar a previsão para o ano inteiro para 4,45%⁽⁷⁾. O mesmo ainda não pode ser dito sobre o PIB da Coreia, mas com níveis de endividamento baixos e um governo mais expansionista em termos fiscais, há margem para impulsionar a economia. A acessibilidade à habitação na Coreia normalizou-se, e com a maioria dos ativos das famílias investidos em imóveis, a eliminação do efeito negativo da queda dos preços imobiliários sobre a riqueza proporcionou um impulso essencial ao otimismo e ao consumo. Não é de surpreender que ambas as economias tenham registado um aumento significativo das suas exportações (em particular das exportações relacionadas com semicondutores), enquanto as suas moedas também tiveram um desempenho forte este ano. As taxas de juros em Taiwan estão em 2,5% e o Banco da Coreia reduziu recentemente 50 pontos-base para 2,5%.

Isso cria um cenário robusto para o crescimento dos lucros corporativos, que, notavelmente, tanto na Coreia quanto em Taiwan, estão nos níveis mais altos em relação às médias de longo prazo em comparação com todos os outros principais mercados asiáticos e mercados emergentes.

FORWARD DO CRESCIMENTO DO BPA EM 24 MESES VS. MÉDIA DE 10 ANOS



Fonte: CLSA Research, Outubro 2025

(7) Fonte: Perspectivas Económicas Mundiais do FMI, setembro de 2025

Apesar disso, esses Tigres Asiáticos continuam fora do radar de muitos investidores globais e estruturalmente subvalorizados, mesmo abrigando muitas das empresas mais lucrativas e de crescimento mais rápido do mundo. Isso demonstra um reconhecimento insuficiente do papel fundamental que os mercados emergentes desempenham na concretização da IA, mas, felizmente, beneficia aqueles que estão dispostos a olhar além das grandes empresas que estão no centro das atenções, na busca pela geração de alfa. A diversificação da nossa exposição através da seleção de ações menos conhecidas não só nos ajudou a obter melhores retornos em relação ao indicador de referência⁸, como também distribuiu o nosso risco por várias partes da cadeia de valor da tecnologia, garantindo que consideramos todo o contexto das oportunidades de investimento. Em Taiwan e na Coreia, o panorama de investimentos é muito mais amplo e variado do que muitos imaginam. Como diz o “Tonic Man” do filme KPop Demon Hunters:

“ O foco é bom, mas concentrar-se em uma parte leva a ignorar outras partes, tornando você separado, isolado.

Temos tendência a concordar e encorajamos os investidores a olharem novamente para os Novos Tigres Asiáticos – eles não mordem!

(8) 2025 ano até à data de 30/09/2025 e ao longo de 3 e 5 anos.

Fonte: Carmignac, Bloomberg, Dados da empresa, 30/10/2025. Marcas registradas e logotipos não implicam afiliação ou endosso. A referência a determinados ações e instrumentos financeiros tem fins ilustrativos, para destacar ações que estão ou estiveram incluídas nas carteiras dos fundos da Carmignac. As Carmignac Portfolio estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. O desempenho passado não é necessariamente indicativo do desempenho futuro. O retorno pode aumentar ou diminuir como resultado das flutuações da moeda.

Classificação
SFDR**

ARTIGO 9

Duração mínima
de investimento
recomendada:

5 ANOS

PRINCIPAIS RISCOS DO CARMIGNAC PORTFOLIO EMERGENTS (F EUR ACC)

EQUIDADE: O Fundo pode ser afetado por variações no preço das ações, cuja magnitude depende de fatores externos, volumes de negociação de ações ou capitalização de mercado. **MERCADOS EMERGENTES:** As condições operacionais e a supervisão nos mercados “emergentes” podem divergir das normas vigentes nas grandes bolsas internacionais e ter um impacto nos preços dos instrumentos cotados nos quais o Fundo pode investir. **MOEDA:** O risco cambial está associado à exposição a uma moeda diferente da moeda de valorização do Fundo, seja através de investimento direto ou da utilização de instrumentos financeiros a prazo. **GESTÃO DISCRETIONÁRIA:** As previsões da Sociedade Gestora relativamente às alterações nos mercados financeiros têm um efeito direto no desempenho do Fundo, que depende das ações selecionadas.

O Fundo apresenta um risco de perda de capital.

DESEMPENHO DO CARMIGNAC PORTFOLIO EMERGENTS (F EUR ACC)

	Desempenho anual (%)	
	Fundo	Indicador de referência ⁽¹⁾
2014	+6,45%	+11,38%
2015	+3,92%	-5,23%
2016	+1,73%	+14,51%
2017	+19,76%	+20,59%
2018	-18,22%	-10,27%
2019	+25,53%	+20,61%
2020	+44,91%	+8,54%
2021	-10,29%	+4,86%
2022	-14,35%	-14,85%
2023	+9,79%	+6,11%
2024	+5,49%	+14,68%

	Desempenho anualizado (%)	
	Fundo	Indicador de referência ⁽¹⁾
3 years	+11,56%	+11,25%
5 years	+5,30%	+6,96%
10 years	+7,11%	+7,43%
Desde o lançamento ⁽²⁾	+6,38%	+6,19%

Fonte: Carmignac em 30/09/2025. Escala de risco do KIID (Documento de Informação Fundamental para o Investidor). O risco 1 não significa um investimento sem risco. Este indicador pode mudar ao longo do tempo.

(1) Indicador de referência: MSCI EM (USD) (Dividendos líquidos reinvestidos). (2) Data de Início da Classe de Ações: 15/11/2013. O desempenho passado não é necessariamente indicativo do desempenho futuro. Os rendimentos são líquidos de taxas (excluindo eventuais taxas de entrada cobradas pelo distribuidor).

ENCARGOS DO CARMIGNAC PORTFOLIO EMERGENTS (F EUR ACC)

Custos únicos na entrada ou saída	
Custos de entrada	Não cobramos taxa de inscrição.
Custos de saída	Não cobramos taxa de saída para este produto.
Custos recorrentes cobrados anualmente	
Taxas de administração e outros custos administrativos ou operacionais	1,15% do valor do seu investimento por ano. Esta estimativa baseia-se nos custos reais do último ano.
Custos de transação	0,53% do valor do seu investimento por ano. Esta é uma estimativa dos custos incorridos quando compramos e vendemos os investimentos, subjacente ao produto. O valor real varia dependendo da quantidade que compramos e vendemos.
Custos acessórios assumidos em condições específicas	
Taxas de desempenho	20,00% no máximo do desempenho superior, uma vez que o desempenho desde o início do ano exceda o do indicador de referência, mesmo se negativo, e se não houver nenhum desempenho inferior no passado que ainda precise ser compensado. O valor real irá variar dependendo do desempenho do seu o desempenho do investimento. A estimativa dos custos agregados acima inclui a média dos últimos cinco anos.

INFORMAÇÃO JURÍDICA

COMUNICAÇÃO PUBLICITÁRIA

Consulte o KID/prospecto do fundo antes de tomar qualquer decisão final de investimento. Este documento destina-se a clientes profissionais. A decisão de investir no fundo promovido deve considerar todas as suas características ou objetivos, conforme descrito no seu prospecto. Esta comunicação é publicada pela Carmignac Gestion S.A., uma sociedade de gestão de carteiras aprovada pela Autorité des Marchés Financiers (AMF) em França, e pela sua filial luxemburguesa Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., uma sociedade de gestão de fundos de investimento aprovada pela Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). “Carmignac” é uma marca registrada. “Investindo no seu interesse” é um slogan associado à marca Carmignac. Este material não pode ser reproduzido, na totalidade ou em parte, sem autorização prévia da Sociedade Gestora. Este material não constitui uma oferta de subscrição, nem constitui aconselhamento de investimento. Este material não se destina a fornecer e não deve ser utilizado como base para aconselhamento contábil, jurídico ou tributário. Este material foi fornecido apenas para fins informativos e não deve ser utilizado para avaliar os méritos de investir em quaisquer ações ou interesses aqui mencionados, nem para quaisquer outros fins. As carteiras da Carmignac Portfolio estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. As informações contidas neste material podem ser parciais e podem ser modificadas sem aviso prévio. São expressas na data da redação e derivadas de fontes proprietárias e não proprietárias consideradas fiáveis pela Carmignac, não sendo necessariamente exaustivas nem garantidas quanto à sua exatidão. O acesso aos Fundos pode estar sujeito a restrições relativas a determinadas pessoas ou países. Este material não se destina a nenhuma pessoa em nenhuma jurisdição onde (por motivo de nacionalidade, residência ou outro) o material ou a disponibilidade deste material seja proibido. As pessoas às quais se aplicam tais proibições não devem acessar este material. A tributação depende da situação do indivíduo. Os Fundos não estão registrados para distribuição no varejo na Ásia, no Japão, na América do Norte, nem estão registrados na América do Sul. Os Fundos Carmignac estão registrados em Singapura como um fundo estrangeiro restrito (apenas para clientes profissionais). Os Fundos não foram registrados nos termos da Lei de Ações dos Estados Unidos de 1933. Os Fundos não podem ser oferecidos ou vendidos, direta ou indiretamente, em benefício ou em nome de uma «pessoa dos EUA», de acordo com a definição da Regulamentação S dos EUA e da FATCA. Empresa. Os riscos, comissões e encargos contínuos estão descritos no KIID/KID. Os investidores podem perder parte ou a totalidade do seu capital, uma vez que o capital dos fundos não é garantido. O prospecto, os KIDs, os KIIDs, o NAV e os relatórios anuais dos Fundos estão disponíveis em www.carmignac.com ou mediante solicitação à Sociedade Gestora. Os investidores têm acesso a um resumo dos seus direitos em francês, inglês, alemão, holandês, espanhol e italiano na secção 5 da «página de informações regulamentares» no seguinte link: https://www.carmignac.com/en_US/regulatory-information Carmignac Portfolio refere-se aos subfundos da Carmignac Portfolio SICAV, uma sociedade de investimento ao abrigo da legislação luxemburguesa, em conformidade com a Diretiva OICVM. Os fundos de investimento franceses (fonds communs de placement ou FCP) são fundos comuns sob a forma contratual, em conformidade com a Diretiva OICVM ou GFIA, ao abrigo da legislação francesa. A Empresa Gestora pode cessar a promoção no seu país a qualquer momento. A FP Carmignac ICVC (a «Empresa») é uma sociedade de investimento com capital variável constituída na Inglaterra e no País de Gales sob o número de registo 839620 e autorizada pela Financial Conduct Authority (a «FCA») com efeito a partir de 4 de abril de 2019, tendo sido lançada em 15 de maio de 2019. A FundRock Partners Limited é a Diretora Corporativa Autorizada (ACD) da Empresa e é autorizada e regulamentada pela FCA. Sede social: Hamilton Centre, Rodney Way, Chelmsford, Inglaterra, CM1 3BY, Reino Unido; Registrada na Inglaterra e no País de Gales sob o número 4162989. A Carmignac Gestion Luxembourg SA foi nomeada Gestora de Investimentos e distribuidora da Sociedade. A Carmignac Gestion SA, uma sociedade de gestão de investimentos aprovada pela AMF, e a Carmignac UK Ltd (registrada na Inglaterra e no País de Gales sob o número 14162894) foram nomeadas como subgestoras de investimentos da Sociedade. O desempenho passado não é necessariamente indicativo do desempenho futuro. Os rendimentos são líquidos de taxas (excluindo eventuais taxas de entrada cobradas pelo distribuidor). O retorno pode aumentar ou diminuir como resultado das flutuações de moeda, para a Classe de Ações que não tem cobertura cambial. A referência a determinados ações e instrumentos financeiros tem fins ilustrativos, para destacar ações que estão ou estiveram incluídas nas carteiras dos fundos da Carmignac. Isto não tem como objetivo promover o investimento direto nesses instrumentos, nem constitui aconselhamento de investimento. A Sociedade Gestora não está sujeita à proibição de negociação destes instrumentos antes da emissão de qualquer comunicação. As carteiras dos fundos Carmignac podem sofrer alterações sem aviso prévio. A referência a uma classificação ou prêmio não é garantia dos resultados futuros do UCIS ou do gestor. Classificação Morningstar™: © 2023 Morningstar, Inc. Todos os direitos reservados. As informações aqui contidas: são propriedade da Morningstar e/ou dos seus fornecedores de conteúdo; não podem ser copiadas ou distribuídas; e não há garantia de que sejam precisas, completas ou oportunas. Nem a Morningstar nem os seus fornecedores de conteúdo são responsáveis por quaisquer danos ou perdas decorrentes da utilização desta informação. As classificações Citywire Fund Manager Ratings e Citywire Rankings são propriedade da Citywire Financial Publishers Ltd (“Citywire”) e © Citywire 2022. Todos os direitos reservados. As informações da Citywire são propriedade exclusiva e confidenciais da Citywire Financial Publishers Ltd (“Citywire”), não podem ser copiadas e a Citywire exclui qualquer responsabilidade decorrente da sua utilização. Direitos de autor: Os dados publicados nesta apresentação são propriedade exclusiva dos seus proprietários, conforme mencionado em cada página. REINO UNIDO: Este documento foi elaborado pela Carmignac Gestion, Carmignac Gestion Luxembourg ou Carmignac UK Ltd e está a ser distribuído no Reino Unido pela Carmignac Gestion Luxembourg. Suíça: o prospecto, os KIIDs e o relatório anual estão disponíveis em www.carmignac.ch ou através do nosso representante na Suíça, CACEIS (Switzerland), S.A., Route de Signy 35, CH-1260 Nyon. O agente pagador é o CACEIS Bank, Paris, sucursal de Nyon/Suíça, Route de Signy 35, 1260 Nyon.