

LUXOR

—

INVESTIMENTOS

Carta aos Investidores

Maio de 2025



Atualização do Gestor

Prezados Cotistas,

As quedas de mercado têm o poder de despertar emoções profundas – incerteza, dúvida e o instinto de agir. No entanto, como já vimos diversas vezes, esses momentos não são novos. Eles fazem parte do ritmo natural dos investimentos, assim como contrações e recuperações fazem parte de qualquer sistema saudável.

Warren Buffett e Charlie Munger nos ensinaram que o verdadeiro sucesso nos investimentos não é construído nos momentos de euforia do mercado – mas sim na disciplina silenciosa que mantemos quando os mercados não estão exuberantes. Grandes retornos de longo prazo não vêm de reações, mas sim da manutenção do compromisso com os fundamentos, baseados em valor e ancorados na paciência.

Em tempos como esses, retornamos aos princípios que nos guiaram desde o início. Focamos em negócios de qualidade, balanços sólidos e vantagens competitivas duradouras. Confiamos que os juros compostos são uma força que trabalha silenciosa, porém poderosamente ao longo do tempo, especialmente quando resistimos ao impulso de interrompê-la.

Este ano, fizemos uma importante mudança em nossa construção de portfólio – uma que respeita e preserva plenamente nossa filosofia de investimento em construir uma holding de longo prazo com negócios excepcionais. Continuamos profundamente comprometidos com a seleção direta de ações e investindo com convicção nas empresas que compreendemos profundamente. Além disso, expandimos nosso ecossistema ao alocar capital em fundos de classe mundial selecionados – especificamente TCI e IP – além do ETF do S&P 500.

Essas iniciativas não representam desvios da nossa abordagem; são complementos inteligentes. Cada uma proporciona exposição a alguns dos melhores negócios do mundo, permitindo-nos manter o foco e a concentração nas áreas onde temos maior conhecimento. Juntas, elas fortalecem os fundamentos do portfólio e reforçam nossa orientação de longo prazo.

Em nosso trabalho, frequentemente falamos sobre cura, estabilização e integridade – não apenas no contexto da saúde humana, mas também em como negócios e mercados evoluem. Volatilidade, em nossa visão, não é risco. É movimento. É o fluxo natural do mercado enquanto ele absorve mudanças, recalibra expectativas e reavalia oportunidades. Não a tememos – nós a acolhemos. É justamente nesses momentos que investidores disciplinados têm a oportunidade de plantar sementes sob nuvens temporárias. Estamos preparados, pacientes e prontos para agir quando os preços se desconectam do valor de longo prazo dos negócios.

Estamos aproveitando esse período para aprofundar nossas pesquisas, reforçar nossas convicções e posicionar o fundo com ainda mais clareza para os anos vindouros. Este é o tipo de mercado que,



embora desconfortável no presente, frequentemente estabelece as bases para os ganhos mais significativos ao longo do tempo.

Agradecemos sua confiança e parceria contínuas. Levamos isso muito a sério. Em momentos como estes, nosso compromisso com o pensamento de longo prazo, disciplina racional e serenidade emocional torna-se nossa maior vantagem.

Atualização do Portfólio

Nossa abordagem de investimento é orientada por princípios claros que nos ajudam a identificar e selecionar consistentemente negócios excepcionais. Acreditamos que investir em empresas excelentes – aquelas com vantagens sólidas em seus mercados, uma equipe de gestão excepcional e potencial de crescimento estável e de longo prazo – é fundamental para obtermos excelentes resultados

Ações Luxor	4T-2024	1T-2025	2T-2025	S&P 500
ROIC	36.2%	40.9%	39.7%	11.2%
ROE	42.2%	46.3%	43.0%	17.6%
Margem Bruta	57.6%	58.1%	57.5%	33.9%
Margem EBIT	27.7%	28.0%	27.9%	13.9%
Margem Líquida	22.2%	23.0%	22.7%	12.7%
Conversão de FCF	62.7%	76.1%	75.0%	70.4%
Receita*	12.3%	18.8%	19.4%	6.4%
Lucro por Ação*	25.7%	23.2%	22.8%	7.6%
Dívida Líquida / EBITDA	0.3x	0.4x	0.4x	1.5x
P/L	25.8x	20.7x	20.2x	21.7x

**Crescimento anual dos últimos 5 anos*

A tabela acima destaca a qualidade do nosso portfólio, que combina investimentos diretos em negócios excepcionais com exposição ao índice S&P 500. Nossa coleção de empresas apresenta alta rentabilidade, forte crescimento em receitas e lucros, e excelente saúde financeira, mantendo baixos níveis de endividamento. Ao combinar a posse individual de negócios de alta qualidade com a robustez ampla do S&P 500, alcançamos uma poderosa combinação de excelentes fundamentos econômicos, resiliência e criação de valor no longo prazo.

A Microsoft e Amazon, investimentos centrais em nosso portfólio, são exemplos claro do tipo de empresa com a qual buscamos nos associar. Inovadoras, adaptáveis às mudanças, lideradas por pessoas excepcionais e estrategicamente posicionadas para continuar crescendo de maneira



lucrativa. Ao investir em empresas assim, podemos navegar melhor por períodos de incerteza, com o objetivo de proteger e aumentar consistentemente o valor dos nossos investimentos no longo prazo.

Nossa abordagem disciplinada nos dá confiança de que o conjunto de empresas do nosso portfólio continuará entregando resultados superiores e de longo prazo, consistentemente superando o mercado como um todo em períodos prolongados, protegendo e ampliando nosso capital.

Microsoft

A Microsoft incorpora todas as características de um negócio excepcional liderado por pessoas extraordinárias, que desejamos manter por períodos prolongados. Sob a liderança de Satya Nadella – um CEO notável que admiramos profundamente –, a empresa tem demonstrado consistentemente uma capacidade notável de se reinventar, reforçando sua missão de capacitar pessoas e organizações a alcançarem mais, algo que nunca foi tão importante quanto agora.

Em 2024, o retorno total ao acionista – incluindo valorização das ações e dividendos – foi de 13%, acompanhando o crescimento do lucro por ação (EPS) no ano. Os resultados estiveram bastante alinhados com o que esperamos da companhia no longo prazo: as receitas cresceram 15% em relação ao ano anterior – com uma contribuição de 3 a 4 pontos percentuais da aquisição da Activision, uma das maiores empresas globais de games –, enquanto o lucro operacional (EBIT) aumentou 17% e o lucro por ação cresceu 13% no mesmo período.

Ano Calendário (\$M de dólares)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR (2014-24)
Receita Líquida	93,456	88,084	88,899	102,273	118,459	134,249	153,284	184,903	204,094	227,583	261,802	10.9%
% Crescimento anual	12.0%	-5.7%	0.9%	15.0%	15.8%	13.3%	14.2%	20.6%	10.4%	11.5%	15.0%	-
Margem Bruta	65.7%	64.0%	62.4%	64.9%	65.1%	67.7%	68.4%	68.8%	68.2%	69.7%	69.4%	37 bps
Margem EBIT	29.0%	22.0%	31.2%	30.4%	32.8%	36.7%	39.2%	42.5%	41.2%	44.2%	45.0%	160 bps
EPS ¹	2.62	1.53	2.45	1.87	4.54	5.97	6.90	9.60	9.33	11.52	13.03	17.4%
% YoY	-6.7%	-41.7%	60.3%	-23.6%	142.2%	31.6%	15.5%	39.2%	-2.8%	23.5%	13.1%	-
ROIC ²	75.9%	57.9%	90.7%	43.4%	88.5%	91.4%	84.5%	84.5%	56.6%	42.1%	35.7%	(402 bps)
ROE ¹	23.4%	13.9%	25.8%	18.8%	39.3%	43.8%	42.7%	49.1%	39.3%	39.2%	34.3%	109 bps
Dívida Líquida	(61,941)	(58,211)	(37,811)	(53,520)	(54,493)	(64,645)	(71,445)	(72,111)	(51,392)	(6,798)	(26,585)	-8.1%
P/L (últimos 12 meses)	17.6x	36.0x	25.2x	45.7x	22.3x	26.2x	32.0x	34.8x	25.6x	32.5x	32.2x	-

¹. Ajustado por amortização e prejuízos da OpenAI

². Exclui caixa e equivalentes de caixa

³. CAGR: taxa de crescimento anual composto

Hoje, todas as empresas buscam aproveitar a inteligência artificial (IA) para aumentar eficiência, diferenciar-se e redefinir suas cadeias de valor. A Microsoft é e provavelmente continuará sendo uma das principais provedoras de computação em nuvem, vendendo acesso à plataforma fundamental e aos serviços que empresas utilizam e sobre os quais criam soluções próprias, além de também comercializar globalmente sua própria versão de produtos. Acreditamos que essa estratégia amplia o mercado endereçável total (TAM) da companhia e fortalece suas vantagens competitivas.



Productivity & Business Process:

O segmento de *Productivity & Business Process* inclui produtos e serviços que ajudam as empresas a gerenciar tarefas cotidianas e a comunicação interna com mais eficiência. Entre eles estão produtos como Office, Dynamics e LinkedIn, representando 43% das receitas e 55% do EBIT. As receitas cresceram 14% em 2024 e a estratégia de crescimento passou de aumentar a base de assinantes para elevar a receita por usuário. A Microsoft está agora promovendo a venda de pacotes de maior valor agregado (como o Microsoft 365 E5) e serviços adicionais, como serviços de segurança e Copilot, para seus mais de 400 milhões de usuários, uma estratégia que ajuda a reter clientes por mais tempo, reduz a probabilidade de migração para concorrentes e aumenta a capacidade de cobrar mais conforme a produtividade dos clientes aumenta. Diferente do passado, problemas de negócio serão cada vez mais resolvidos por ferramentas de automação com IA, como Agentes e Copilots, em vez de novos aplicativos e softwares, e ela usará e construirá com os produtos e serviços da Microsoft.

Um desses serviços é o Copilot que, apesar de ter trazido apenas melhorias marginais de produtividade, vemos muita tração e demanda das empresas como a Novartis, uma das maiores farmacêuticas do mundo, que expandiu o uso do Copilot para 40 mil licenças ao longo de 2024. Esperamos que os ganhos de produtividade aumentem significativamente com o tempo e execução, e a visibilidade dos padrões de uso proporcionada pelo modelo de entrega em nuvem é um ativo importante para essa estratégia. A Microsoft está constantemente iterando, testando e adaptando seus produtos para endereçar problemas dos clientes que estão em constante evolução em um novo contexto tecnológico. Estamos felizes com a tração até agora.

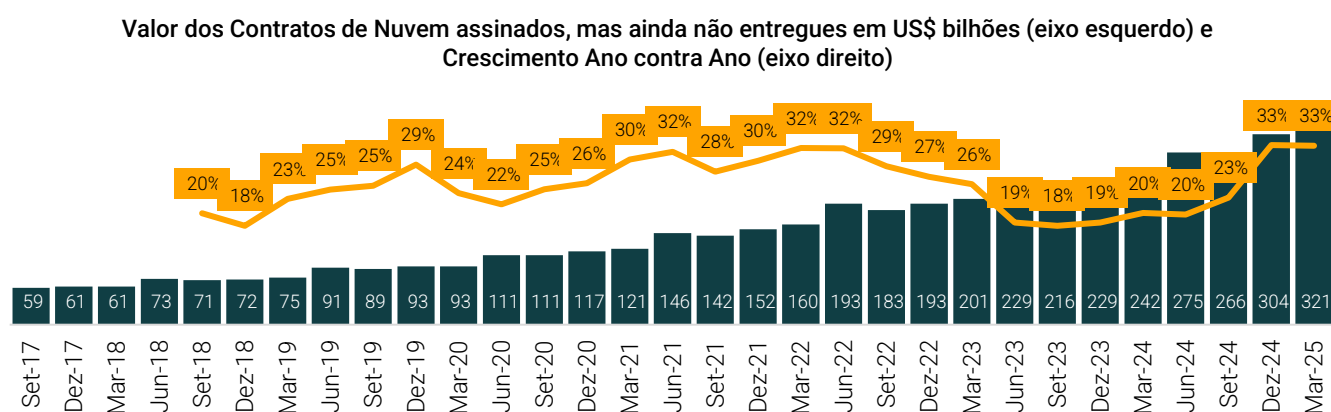
Intelligent Cloud:

Aqui, a Microsoft fornece serviços e plataformas de computação em nuvem, permitindo que as empresas armazenem dados e executem aplicações complexas remotamente e com segurança. Este segmento é composto principalmente pelos negócios de servidores e pelo Azure, incluindo Computação, Armazenamento, IA/Machine Learning, Banco de Dados, Nuance, GitHub, Azure Virtual Desktop, Visual Studio e produtos de servidor como SQL Server, Windows Server, entre outros. Representa 37% das receitas e 35% do EBIT. As receitas cresceram 20% no ano, com forte contribuição do Azure, que cresceu 33%. Este é o segmento de maior crescimento, impulsionado pela mudança estrutural de cargas de trabalho locais para a nuvem – cerca de 90% das cargas de trabalho globais ainda são locais, segundo Andy Jassy, CEO da Amazon – e pela expansão do mercado endereçável total (TAM), criando novos serviços que atendem a novas necessidades dos clientes. A IA é um catalisador real para essa migração e está crescendo rápido: esses serviços da Azure contribuíram com 12 pontos percentuais do crescimento (dois terços do total), e as receitas anualizadas relacionadas ultrapassaram US\$ 13 bilhões no trimestre encerrado em dezembro de 2024.



A demanda pelos serviços de nuvem da Microsoft superou a capacidade de expansão de sua infraestrutura computacional, limitando o crescimento do Azure durante o ano. A gestão está confiante de que o crescimento acelerará à medida que mais capacidade for adicionada em 2025, e estamos animados com a forte aceleração dos pedidos em *backlog* – contratos já assinados, mas ainda não entregues – registrada no final do ano passado.

Uma decisão estratégica crítica da Microsoft foi priorizar a inferência – executando modelos de IA para gerar respostas ou previsões – em vez do treinamento, posicionando o Azure para um mercado ainda maior. A exigência de maior poder computacional para gerar respostas mais precisas e elaboradas aumenta consideravelmente com a maior complexidade e autonomia desses modelos. E esperamos que o crescimento do uso por usuários e empresas acelere ainda mais à medida que a tecnologia se torna mais barata: conforme evidenciado na teleconferência de resultados mais recente, o Azure processou 100 trilhões de tokens no trimestre e metade deles foi processada somente em março de 2025. Isso significa 75 trilhões de palavras processadas no trimestre e 37,5 trilhões em março fazendo um cálculo de volta do envelope – achamos que isso é apenas o começo.



More Personal Computing:

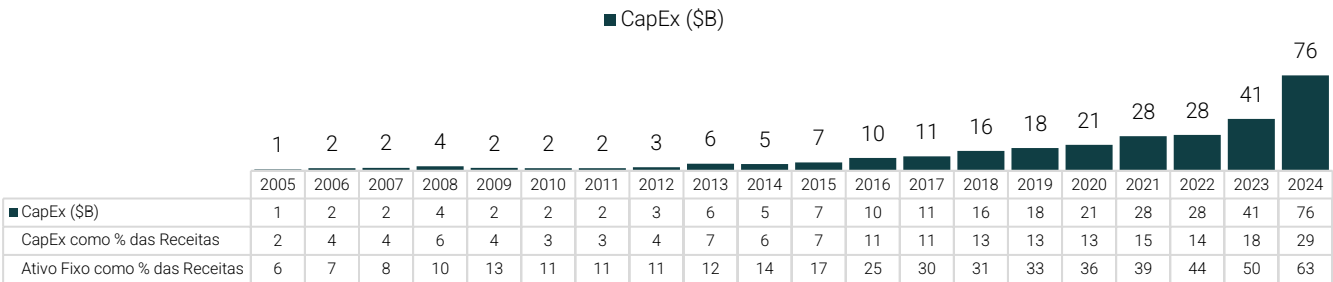
Este segmento envolve produtos voltados diretamente ao consumidor, como o software Windows, jogos e publicidade online. Representa 20% das receitas e 11% do EBIT. As receitas cresceram 8% em relação ao ano anterior, com um negócio de Windows saturado que teve forte crescimento durante a pandemia, mas tem crescido menos recentemente. A estratégia no setor de jogos evoluiu com a aquisição da Activision, deslocando o foco das vendas de hardware para a monetização de plataformas e conteúdo. Isso fica evidente quando vemos jogos exclusivos da Microsoft sendo vendidos em outras plataformas, e estamos animados com o recente modelo Muse desenvolvido pela empresa. Esse segmento carrega menor relevância estratégica para nosso investimento e apresenta uma oportunidade intrigante caso a Microsoft tenha sucesso em redefinir o mercado de jogos, no entanto, permanecemos cautelosos quanto à escala e ao realismo desse potencial.



Investimentos em Capital e Valuation

A Microsoft permanece entre os negócios de maior qualidade em nosso portfólio hoje com forte geração de caixa e índices de alavancagem saudáveis mesmo passando por um ciclo de investimento intenso. A empresa financia integralmente suas inovações e a capacidade que permitirá aos seus clientes avançarem em suas próprias inovações, sem precisar contrair dívidas ou emitir novas ações no mercado. Nós enxergamos o ciclo atual de investimentos como uma decisão correta e necessária da empresa para crescer e gerar mais valor, e estamos otimistas de que esses investimentos de capital se traduzirão em novas fontes de receita com altas margens nos próximos anos. Comentários feitos por Amy Hood (CFO) afirmando que o retorno que estão obtendo dos investimentos em IA é pelo menos semelhante ao CapEx tradicional em nuvem reforçam essa crença. Para o ano fiscal de 2025, encerrado em junho deste ano, a empresa espera investir US\$ 85 bilhões, incluindo arrendamentos financeiros, e para 2026 esperamos que invistam ainda mais.

Intensidade de Capital



Monitoramos de perto os riscos inerentes à execução e monetização da expansão dos data centers nessa escala, e a constante evolução do ambiente competitivo, especialmente com as novas tecnologias de IA e anúncios feitos por concorrentes à velocidades incríveis. O último ano trouxe alguns acertos e outros erros de execução, mas, no geral, permanecemos otimistas e comprometidos com a missão e capacidade de execução da empresa. Acreditamos que a gestão é altamente capacitada e possui uma cultura forte que admiramos – é notável ver uma empresa de tecnologia permanecer relevante por 50 anos.

Enquanto escrevemos esta carta, o índice S&P 500 cai -5% no ano, enquanto a Microsoft sobe +1%. Nos níveis atuais, encontramos uma taxa interna de retorno (TIR) – medida utilizada para estimar o potencial de rentabilidade – de 16,0% ao ano, com expectativa de crescimento do lucro por ação (EPS) de 15% ao ano e um múltiplo de 26 vezes os lucros esperados para os próximos doze meses. Consideramos que este múltiplo é justo para a Microsoft, dada a extensão da sua trajetória de crescimento e a qualidade do negócio. Portanto, nosso retorno dependerá principalmente da capacidade da empresa de executar esse enorme mercado endereçável total (TAM), entregando crescimento de EPS entre médio e alto por um longo período. Acreditamos que as preocupações do mercado com o crescimento do Azure, as restrições de capacidade e os ajustes no cronograma de



expansão dos data centers serão passageiras, e que as receitas do Microsoft Cloud apresentarão crescimento superior ao que o mercado espera atualmente.

A Microsoft é uma das melhores empresas do mundo, administrada por pessoas excepcionais com histórico comprovado de execução e mentalidade orientada ao acionista. Ela é uma parte valiosa do nosso portfólio de negócios extraordinários, e estamos confiantes de que continuará capacitando cada indivíduo e organização a alcançar mais – incluindo nós mesmos.

Amazon

A Amazon – empresa mais centrada no cliente do planeta – também exemplifica o tipo de negócio excepcional que buscamos manter no longo prazo, liderada por pessoas extraordinárias que consistentemente reforçam suas vantagens competitivas duradouras. Sob a orientação estratégica de Andy Jassy, a empresa continua equilibrando disciplina operacional com agilidade empreendedora, reforçando sua missão de obsessão incansável pelo cliente, eficiência e inovação. O fundador Jeff Bezos continua atuante, especialmente em iniciativas estratégicas como inteligência artificial na AWS, ressaltando a força da liderança e visão estratégica da companhia.

Em 2024, a Amazon gerou um retorno total ao acionista de 44%, impulsionado por uma forte execução e um impressionante aumento de 90% no lucro por ação. Esse desempenho financeiro excepcional reflete melhorias significativas em eficiência e escala. A receita cresceu 11%, alcançando US\$ 638 bilhões, enquanto as margens operacionais se expandiram consideravelmente, atingindo um patamar histórico de 11%. Vemos essa expansão de margem como estrutural, refletindo melhorias operacionais consistentes em vez de fatores cíclicos ou temporários.

Varejo

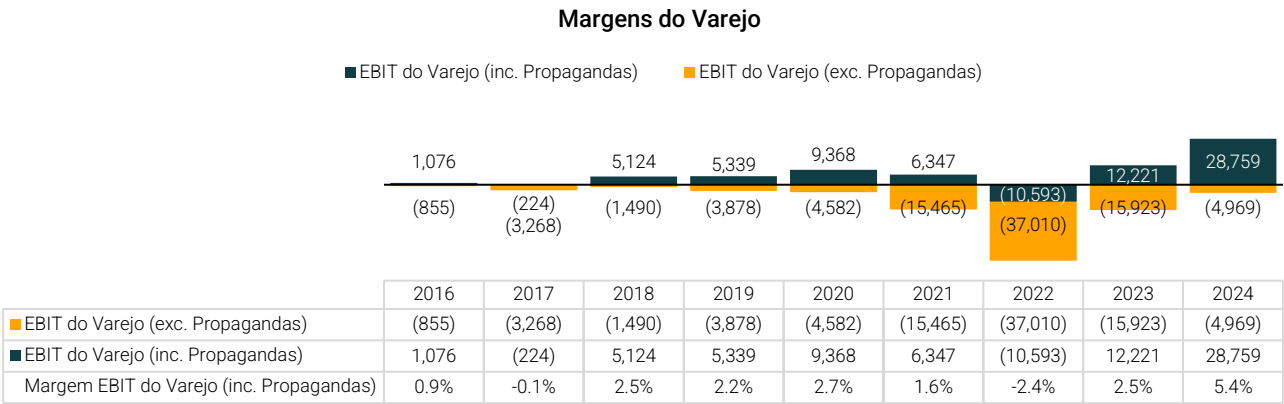
A plataforma de varejo da Amazon transcende o comércio eletrônico tradicional ao criar um poderoso efeito de rede que continuamente atrai milhões de usuários em busca de preços competitivos, ampla seleção de produtos e entrega rápida e confiável. Esse efeito aprofunda o engajamento de clientes e vendedores, aumentando o valor da plataforma e permitindo que monetize por meio de fontes adicionais altamente rentáveis, como publicidade digital. Sua receita com publicidade ultrapassou US\$ 50 bilhões em 2024, crescendo 20% em relação ao ano anterior, com margens superiores a 60% em nossas estimativas, demonstrando o alto potencial desse segmento complementar.

Operacionalmente, o negócio tem aproveitado com sucesso sua rede logística integrada, reduzindo consistentemente os custos de entrega por produto e diminuindo seu custo geral de atendimento. Essa eficiência operacional se traduz diretamente em margens crescentes, fortalecendo uma vantagem competitiva sustentável em um mercado norte-americano altamente disputado. Adicionalmente, o potencial de geração de lucros é parcialmente obscurecido por muitos



investimentos estratégicos que são atualmente contabilizados como despesas e deprimem os resultados de curto prazo, mas representam significativo potencial de lucro futuro, sugerindo amplo espaço para crescimento do resultado operacional.

Reconhecemos que o negócio de varejo pode enfrentar desafios no curto prazo dependendo de onde e quando as tarifas comerciais forem aplicadas, mas estamos otimistas de que – assim como no passado – a Amazon não desperdiçará um período adverso, aproveitando-o como oportunidade para reforçar suas vantagens e conquistar mais participação de mercado. Monitoramos com muita atenção os desdobramentos nesse setor.



AWS

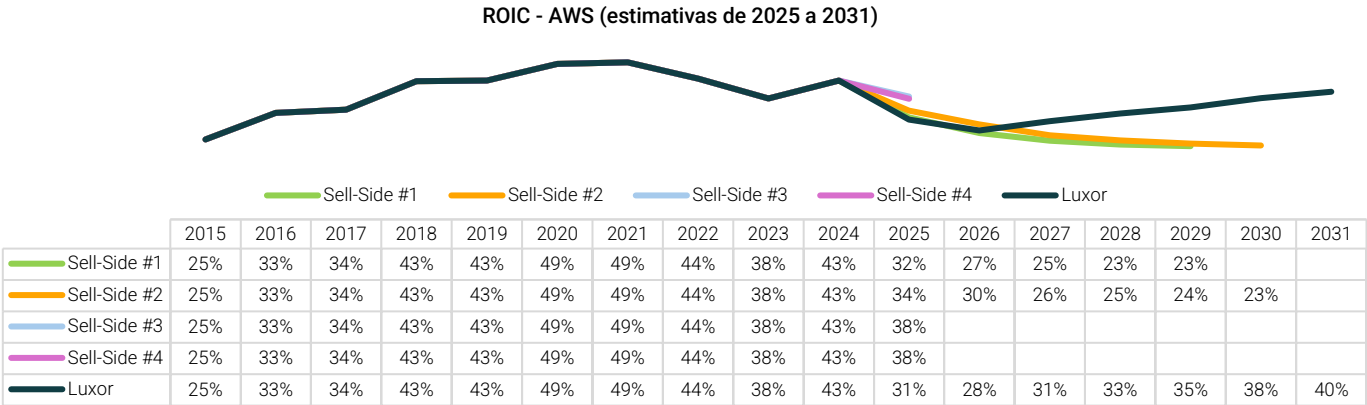
A Amazon Web Services (AWS) destaca-se como líder absoluta no mercado global de computação em nuvem, um segmento crítico e altamente lucrativo que se beneficia da digitalização acelerada e da crescente adoção de inteligência artificial. O negócio cresceu 18% em 2024 e já ultrapassou US\$ 100 bilhões em receita anual, entregando uma margem operacional de 37%.

A AWS possui formidáveis vantagens competitivas, incluindo substanciais custos de troca para clientes, imensas economias de escala proporcionadas por sua incomparável infraestrutura global de data centers e inovações tecnológicas como computação *serverless* com AWS Lambda, soluções de armazenamento altamente escaláveis como Amazon S3, e robustos serviços de banco de dados como Amazon Aurora e DynamoDB. Somando a isso, a empresa verticalizou estrategicamente sua infraestrutura ao desenvolver soluções proprietárias de hardware, como os chips Graviton 3, que oferecem até 40% mais desempenho por dólar em comparação às CPUs tradicionais, reforçando ainda mais seu diferencial competitivo. Todos esses serviços facilitam a vida dos clientes permitindo que criem soluções inovadoras e economicamente viáveis com essas ferramentas, e à medida que seus próprios negócios e complexidade aumentam, mais difícil é se torna a troca de fornecedor. Mesmo assim, a AWS fecha contratos plurianuais que oferecem receitas previsíveis e aprofundam ainda mais os relacionamentos com clientes, fortalecendo a retenção de longo prazo.



Quando o ChatGPT foi lançado em 2022, o mercado percebeu a Amazon como atrasada na corrida pela inteligência artificial, considerando a vantagem inicial obtida por Microsoft-OpenAI e Google. Contudo, nos últimos 18 meses, a AWS reagiu com mentalidade de fundador e urgência, lançando um robusto portfólio que – julgando pela conferência anual, a "re:Invent", no ano passado – fechou rapidamente a lacuna de execução. A empresa se posiciona principalmente como uma plataforma neutra: hospeda modelos líderes de terceiros (Anthropic, Cohere, Stability), ao mesmo tempo que desenvolve seus próprios modelos (Bedrock, Titan, Q). Essa arquitetura em camadas – infraestrutura básica, modelos fundamentais e serviços gerenciados – permite a captura de valor em toda a cadeia da IA sem concentrar risco em um único modelo específico. O rápido lançamento do Bedrock, dos chips Trainium 2 e dos serviços de agentes generativos demonstra a agilidade da empresa em atender às demandas do mercado e fechar eventuais gaps competitivos.

Outro negócio altamente gerador de caixa do nosso portfólio, a Amazon financia expansões substanciais de infraestrutura – US\$ 77 bilhões em gastos de capital em 2024, com projeção de superar US\$ 100 bilhões em 2025 – sem necessidade de aumentar seu endividamento. Acreditamos que o mercado está subestimando a economia de novos data centers e investimentos orientados para IA, o que, em nossa opinião, fortalecerá ainda mais a posição competitiva da AWS e sustentará altos retornos sobre o capital investido. Embora otimistas, acompanhamos de perto os riscos que acompanham uma expansão tão rápida.



Valuation

Atualmente, a Amazon é negociada a um múltiplo de 27 vezes os lucros estimados para os próximos doze meses, um valuation atraente dado o perfil elevado de crescimento dos lucros. No segmento de varejo, melhorias adicionais na eficiência logística e crescimento das receitas com publicidade permitirão que os lucros operacionais cresçam cerca de 15% ao ano. Na AWS, esperamos crescimento ainda mais rápido – 20% ao ano – considerando o mercado endereçável maior e a IA como catalisadora de crescimento, enquanto a empresa continua expandindo suas margens. Isso permitirá que o lucro por ação cresça próximo a 20% ao ano nos próximos 5 anos, resultando em um retorno esperado de 21% ao ano.



A Amazon continua sendo um investimento essencial em nosso portfólio, alinhando-se perfeitamente à nossa filosofia de investir em negócios extraordinários liderados por pessoas excepcionais. Seguimos confiantes no potencial de longo prazo da Amazon para criar valor de forma sustentável e entregar retornos excelentes.

