



**LUXOR**  
—  
**INVESTIMENTOS**

Carta aos  
Investidores

Setembro 2023



## Mensagem do Gestor

*O ano de 2023 foi intenso e já estamos no último quarto de mais um ano conturbado. Felizmente, navegamos bem este ambiente até aqui e estamos confiantes de que nosso rumo está correto. O mundo está mudando e isto torna nosso ofício particularmente complexo. Os ganhos de capital consistentes e disseminados que vimos nos últimos anos talvez não se repitam no futuro. Neste contexto, a performance do nosso portfólio será determinada essencialmente pela nossa capacidade de encontrar as companhias que serão bem sucedidas neste novo ciclo. Mais do que nunca estamos focados nesta busca. Ao mesmo tempo, torcemos para que o futuro seja de paz e progresso para a humanidade.*



## 1. Update de Performance e Ajustes no Portfólio

De março de 2023 quando escrevemos a última carta até o fim de setembro, o Mangalarga retornou +9,75% em dólares (5,3% em reais).

A maior parte deste resultado veio do nosso portfólio de ações, com os fundos multimercados contribuindo negativamente e algumas perdas reconhecidas em investimentos ilíquidos.

Em relação ao portfólio, desde então reduzimos marginalmente a alocação de capital de ações uma vez que muitas empresas voltaram a negociar a níveis de capitalização altos, conforme o mercado foi retomando seu otimismo. Além disso, trouxemos dois novos casos para o nosso portfólio de ações – Suzano

e GE – e voltamos a investir em Airbnb, empresa da qual desinvestimos no início de 2022. Por outro lado, desinvestimos da Intuit, uma empresa da qual fomos investidores pelos últimos 4 anos e que nos trouxe excelentes resultados. Nesta carta, apresentaremos nossa tese de investimento na GE, compartilhando nosso processo de análise do caso.

Luxor Mangalarga FIC FIA	
Prazo	Retorno % (a.p. em R\$)
2023	+6,35%
12 meses	+0,97%
36 meses	-0,06%
60 meses	+54,36%



## 2. O caso de General Electric

### 2.1 Motivação

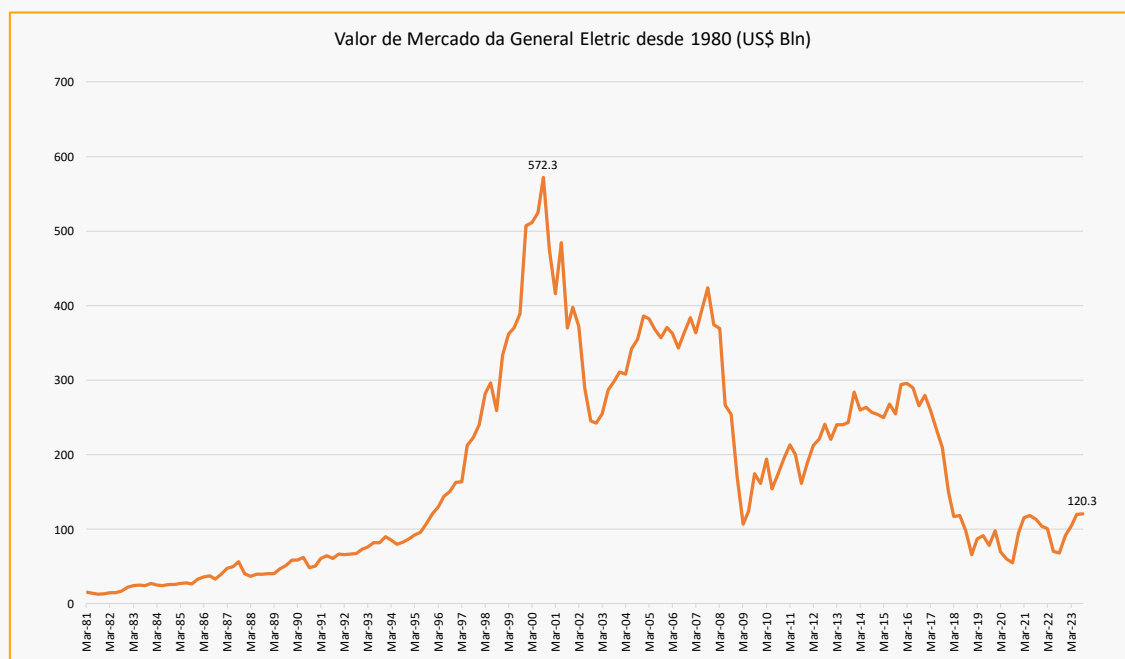
A *General Electric* é uma empresa icônica. Fundada em 1892 a partir da consolidação das empresas de iluminação de Thomas Edison, o grande empreendedor e inventor responsável por inovações transformadoras para a humanidade, como a lâmpada incandescente, a câmera de vídeo e o gramofone. Além disso, foi uma das 12 primeiras empresas a integrar o *Dow Jones* em 1896 e uma das histórias empresariais mais bem sucedidas dos EUA, entregando retornos extraordinários para os seus acionistas por mais de um século.

Contudo, desde a saída do seu famoso CEO Jack Welch em 2000, a empresa passou por um longo período de severas turbulências envolvendo desde problemas contábeis até uma grave desorientação estratégica e operacional que colocaram em dúvida a sobrevivência de um dos maiores ícones corporativos dos EUA.

Em muitos aspectos a GE havia gradualmente incorporado muitos elementos que consideramos danosos para o sucesso de uma

empresa: uma cultura degenerada, práticas contábeis e corporativas questionáveis e uma falta de clareza no seu propósito e na sua estratégia de geração de valor. Neste contexto, este gigante conglomerado perdeu 90% do seu valor de mercado: de US\$500 bilhões na virada do milênio para menos de US\$50 bilhões em 2020.

Esta história de tão espetacular derrocada de uma das empresas mais bem sucedidas do mundo não nos passou despercebida e, após a saída de Jeff Immelt que deu início a um ciclo de profundas reformas na companhia em 2017, começamos a acompanhar o caso. Reestruturações empresariais são processos muito complexos, especialmente em companhias tão grandes e longevas como a GE, um conglomerado de enormes unidades de negócios em setores diversos. Contudo, a perspectiva de reconstrução desta companhia com um histórico notável de excelência e inovação inspira um otimismo e boas expectativas de ganho para o investidor de longo prazo.



Fonte: Bloomberg



## 2.2 A virada

Foi em meados de 2017 que começou a se desenhar o que seria o plano de reconstrução da GE, com a substituição de Jeff Immelt por John Flannery como o novo CEO encarregado de capitanear a reestruturação que a GE tanto precisava. Assim que assumiu a liderança, John concentrou seus esforços em profundas mudanças que incluíam trocas no time de executivos e reformas do conselho de administração, da cultura, da estrutura de custos da companhia e da sua estratégia competitiva. Em especial, o grande nome convidado a fazer parte da nova diretoria foi o Larry Culp – ex-CEO da *Danaher*, uma empresa que adoramos e que somos investidores desde 2013. Por muito tempo, a *Danaher* foi vista pelos executivos da GE como o modelo bem-sucedido de conglomerado e apontado como contraponto as dificuldades de gestão enfrentados na empresa. A chegada de Larry Culp ao board nos fez crer que a intenção de transformar a forma de operar da GE era real e, principalmente, que a mudança cultural de que a companhia tanto necessitava poderia de fato ser efetiva.

## 2.3 Nova Diretriz

Flannery se preocupou desde a sua chegada em resgatar a cultura e o orgulho da companhia. Em um dos seus primeiros discursos como CEO ele disse: “A GE é uma empresa que tem importância no mundo. Há cento e vinte e cinco anos, enfrentamos os maiores desafios que o mundo enfrenta. Portanto, luz, aviação, saúde - esses são os alicerces absolutos do mundo moderno. Sempre foi essa mistura o espírito inovador com uma determinação absoluta para ter sucesso. Sempre foi uma empresa que faz coisas, resolve problemas, desenvolve idéias

e vai nos detalhes. Quanto mais difícil, melhor; tragam-nos desafios. Esse tem sido o cerne da empresa, influenciando o mundo por mais de cem anos. Sempre foi uma cultura de meritocracia, conformidade e integridade. Há uma paixão e amor pela empresa por dentro, como você não pode imaginar. E o mundo vai funcionar fundamentalmente nas costas da GE. Vai se mover nas costas da GE, vai se curar, bebês vão nascer com a ajuda da GE.”

Mesmo com a nova diretriz estratégica, Flannery estava lidando com os desdobramentos catastróficos da aquisição da Alstom, assim como o colapso da divisão de energia e o surgimento de passivos bilionários ocultos na divisão de seguros. Com isso, havia uma urgência de medidas mais drásticas para evitar o colapso da GE. Foi então que em dezembro de 2017 ele anunciou o plano de reestruturação da companhia que ficou conhecido como o “Documento Eisenhower”. Basicamente, o plano definia a constituição de um novo conselho, menor e 100% renovado, uma severa realocação dos gastos corporativos, com foco em corte de custos. Por último, o CEO anunciou o fim de uma era – a GE seria desmembrada: “Nossa estrutura atual não maximiza o valor dos negócios, ativos e tecnologias subjacentes que possuímos”. Era o reconhecimento de que o modelo de conglomerado construído ao longo de tantos anos chegaria ao fim. A GE do futuro seria uma empresa eficiente e focada apenas em seus negócios de aviação, energia e saúde, conduzida com rigor, excelência e transparência – “Três negócios complementares com perspectivas de crescimento excelente.” – segundo Flannery. Em junho de 2018 o novo conselho autorizaria John a prosseguir com o Plano Eisenhower.



## 2.4 A Nova GE

Apesar do papel fundamental de Flannery na concepção do plano de reestruturação da GE e dar início a sua implementação, a empresa seguia com dificuldades de melhorar suas práticas e resultados operacionais decepcionantes, em especial na unidade de Energia. Com isso, em outubro de 2018, o último – e mais importante na nossa percepção – elemento da nova GE surgiu: Larry Culp foi nomeado como o novo CEO, com carta branca para implementar na empresa todos os elementos de cultura e excelência operacional que fizeram a *Danaher*, um conglomerado industrial assim como a GE, um dos casos corporativos mais bem sucedidos da história recente. Durante seus 14 anos como CEO, o valor de mercado da *Danaher* multiplicou por 5x, gerando um retorno de 14% ao ano para os seus acionistas.

Larry aceitou um dos maiores desafios da sua vida profissional quando assumiu o comando da GE. Naquele momento a dívida da empresa chegava a US\$133 bilhões, 8.2x o seu EBITDA e com uma receita de US\$112 bilhões, a GE apresentava um prejuízo de US\$867 milhões. Em sua primeira reunião com investidores, Larry anunciou o reconhecimento de perdas referentes a Alstom de US\$22 bilhões e reduziu o dividendo para quase zero (de US\$12 centavos para US\$1 centavo por ação). Além disso, Larry logo começou a ditar como seria implementação do Plano Eisenhower sob o seu comando. Logo a GE venderia a divisão de Biopharma da unidade de saúde para a *Danaher* por US\$21 bilhões, a sua participação na Baker Hughes e também venderiam a parte lucrativa da GE Capital – responsável por fazer leasing de aeronaves – para a Aercap por US\$30 bilhões, além de outras unidades menores de

negócios. Todo o caixa resultante dos desinvestimentos foi usado para amortizar dívida, que passou de US\$133 para apenas US\$23.5 bilhões – 2.6x o seu EBITDA.

Após essa reorganização, o que sobrou da empresa foi uma GE composta de apenas três negócios: Saúde, Energia e Aviação. No início de 2023, foi feita a separação do negócio de Saúde, e no início de 2024 veremos a conclusão do último capítulo desse processo de reestruturação da companhia que será a cisão do segmento de Energia, restando apenas o negócio de aviação. De acordo com Culp, essas operações marcam a “transformação da GE em uma companhia industrial mais focada, mais simples e mais forte”.



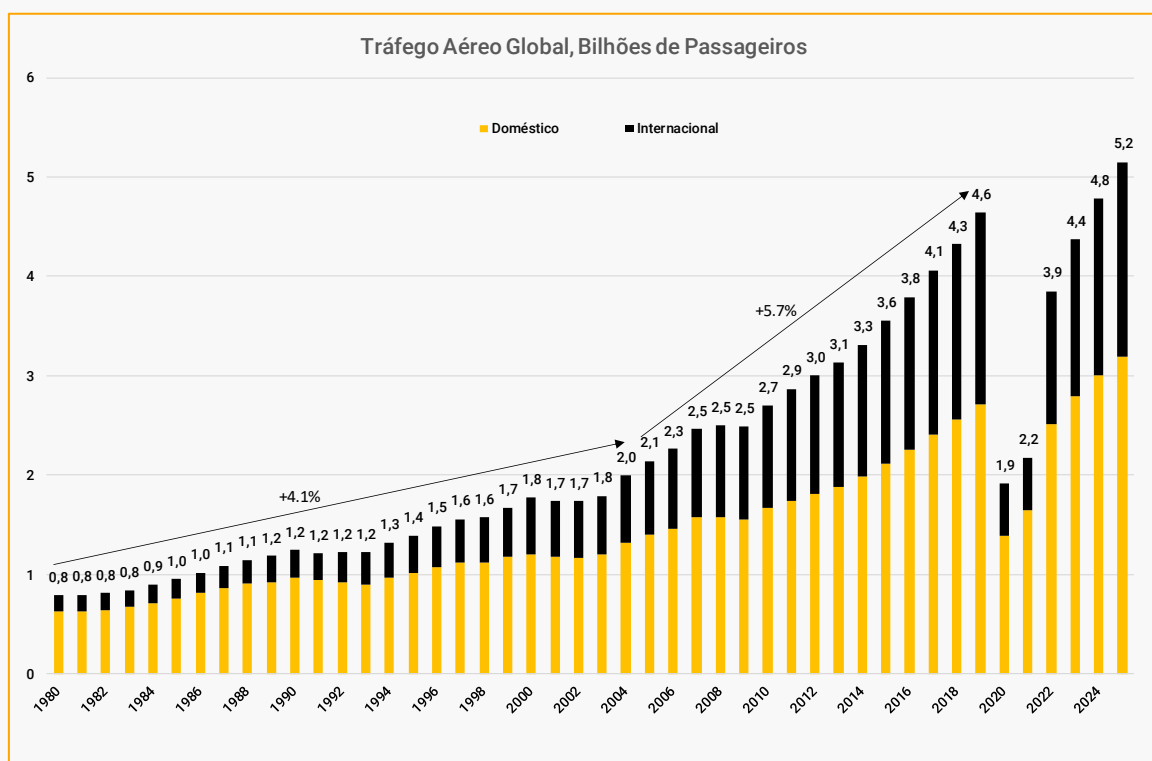
## 2.5 Por que consideramos a GE Aerospace um excelente negócio?

A GE Aerospace é a jóia da coroa ao nosso ver – principal fornecedora de turbinas para voos comerciais – com mais de 70% de participação de mercado em aviões *narrowbody* e mais de 50% em aviões *widebody*. O negócio de turbinas é impulsionado por uma tendência das pessoas utilizarem cada vez mais o transporte aéreo, tem alta recorrência de receita, poucos competidores e evidências de que a GE tem uma profunda vantagem competitiva decorrente da sua liderança tecnológica na construção destes equipamentos e dos altos custos de desenvolvimento deles. Por isso consideramos que este negócio tem muitos elementos que associamos a um empreendimento bem-sucedido.

aviação. Conforme as viagens vão se tornando mais baratas e mais rotas são disponibilizadas, mais as pessoas voam. Com isso, o mercado de transporte aéreo como um todo cresce em média 1.5x o crescimento do PIB global. De acordo com a Boeing, a frota global de aeronaves comerciais deve dobrar nos próximos 20 anos. Além disso, democratização das viagens aéreas e as preocupações ambientais também têm impulsionado em grande parte a busca por aeronaves e motores mais eficientes o que gera mais oportunidades para empresas como a GE. Diante deste quadro, estima-se que o mercado total de turbinas de aviões deve triplicar até 2042 com um crescimento anualizado de 4%.

### a) A Tendência Secular

O número de viagens aéreas nas últimas décadas mostra claramente a tendência secular que alimenta o crescimento do mercado de



Fonte:IEA - International Energy Agency

<sup>1</sup>Narrowbody | Aviões para rotas curtas e regionais.

<sup>2</sup>Widebody | Aviões para longas distâncias como voos internacionais e intercontinentais.



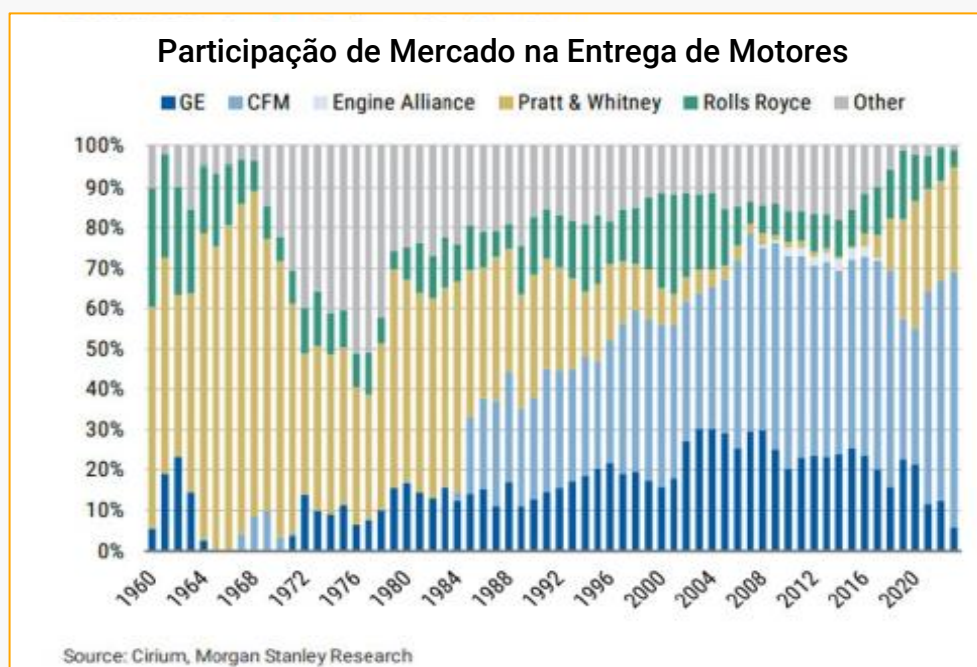
## b) A Vantagem Competitiva

A excelente posição competitiva da GE neste mercado é outro elemento fundamental da nossa tese de investimento na *GE Aerospace*. Primeiramente, vale citar que se trata de uma indústria extremamente concentrada, onde a GE concorre diretamente pelos melhores acordos comerciais com apenas mais 2 players – a *Rolls Royce* e a *Pratt & Whitney*. O negócio é favorecido por altíssimas barreiras à entrada, uma vez que você está lidando com turbinas de avião – componente muito complexo tecnologicamente e de desenvolvimento lento e caro. Como exemplo, a *Pratt & Whitney*, principal competidora da GE nos aviões *narrowbody*, gastou cerca de \$10 bilhões de dólares para desenvolver o seu novo motor GTF em um projeto que durou 20 anos. Além disso, mesmo dentre os pares, os indicadores de eficiência e durabilidade colocam a GE como a líder tecnológica do mercado e sua posição no mercado é evidência deste fato: a GE é fornecedora única de motores para o 737 e equipa mais de 80% dos jatos 787 e 60% dos A320.

Com isso, levando-se em conta os motores CFM que são um empreendimento conjunto da GE com a Safran, sua participação no mercado chega a 70% atualmente.

## c) Receitas Recorrentes

Além disso, a estrutura do mercado de motores de aviões comerciais traz uma recorrência de receitas e um componente de serviços para o negócio que ajudam as margens da operação, reduzem a intensidade de capital e trazem previsibilidade para a receita da companhia que contribui para maior eficiência de custos tanto operacionais quanto financeiros. Ocorre que 70% do valor que a GE extrai da venda de uma turbina não decorre da venda do equipamento em si, visto que a margem na venda é baixa, ou até mesmo negativa. A maior parte do valor da venda da turbina decorre da exclusividade que a empresa detém na manutenção do equipamento. Por força de regulação e de questões de segurança, todo o serviço de manutenção dos motores e reposição de peças das turbinas é feito pela própria GE.





## d) Larry Culp e a transformação cultural

Olhando para dentro da própria companhia, consideramos a transformação cultural que está sendo implementada na GE pelo Larry Culp baseada na sua experiência extremamente bem-sucedida na *Danaher* – que também é um grande conglomerado industrial norte-americano – um elemento fundamental para o sucesso dessa mudança de gestão. Larry entrou na *Danaher* em 1990 e assumiu o cargo de CEO em 2000, permanecendo nele por 15 anos. Foi durante todo esse período que ele absorveu a filosofia do DBS – *Danaher Business System*. O DBS tem três pilares básicos – crescimento, simplicidade e liderança – que representam o foco em crescimento e melhoria, a eficiência operacional e uma liderança baseada em conhecimento e bons exemplos. Todas essas são características que faltavam na GE e que se incorporadas de forma efetiva no dia a dia da companhia podem tornar a nova GE uma empresa muito mais inovadora e alinhada com os interesses dos acionistas do que antes.

## e) O valor da empresa e a margem de segurança

Por último, consideramos o preço da ação ainda atrativo apesar da significativa valorização em 2023. Atualmente avaliada em \$120 bilhões de dólares, GE negocia a um múltiplo de aproximadamente 30x lucro de 2023 e 25x o lucro de 2024, o que não parece uma barganha. Entretanto, considerando um crescimento de receita de 8-10% para os próximos anos e potenciais ganhos de margem decorrentes de alavancagem operacional, esperamos um crescimento de EPS de 21% até 2028 e um retorno esperado do investimento da ordem de 10 a 12% no período.



### 3. O Desinvestimento da *Intuit*

Investimos na Intuit em 2019, atraídos por sua posição de liderança no mercado de preparação de impostos e ferramenta de contabilidade de pequenos negócios (*TurboTax* e *Quickbooks*), além de uma cultura corporativa admirável voltada à obsessão com o consumidor, inovação e auto-disrupção. Desde então, acumulamos um ganho de quase 100% no investimento, decorrente dos excelentes resultados que a empresa apresentou.

Entretanto, algumas incertezas começam a pesar em nossa avaliação sobre o futuro da companhia. Do lado do consumidor, uma intenção revelada do governo americano em modernizar a infraestrutura da Receita Federal e automatizar o processo de declaração de impostos de renda de pessoas físicas e um potencial concorrência catalisada por inovações em IA nos trouxeram preocupação acerca da evolução de preços cobrados pelo *TurboTax*. No segmento corporativo, nosso desconforto decorre do próprio sucesso da Intuit – a saturação do mercado *Quickbooks* pode pesar sobre o crescimento do segmento daqui para frente.

Além disso, as dificuldades da empresa de entregar os resultados esperados da incorporação das aquisições recentes ao negócio nos levaram a questionar o racional estratégico dessas operações. Por último, as recentes mudanças no time de executivos do primeiro escalão também nos causaram algum desconforto acerca do caminho que a empresa está trilhando.

Todos esses elementos nos trouxeram menos confiança na velocidade e sustentabilidade de crescimento futuro da companhia ao mesmo tempo que o valor da empresa atual fornece pouca margem para erro na execução a gestão. Dessa forma decidimos desinvestir da empresa por agora e acompanhar de fora a evolução dessa história. Continuamos adorando o negócio e a cultura empresarial, mas precisamos ver um preço menos restritivo e melhor definições sobre o futuro dessa história.



## 4. O Investimento na Suzano

Responsável por quase 30% da produção mundial de celulose de fibra curta no mundo e dona de uma fantástica história empresarial brasileira, a Suzano é líder no menor custo de produção por tonelada do mundo - uma vantagem competitiva fundamental em um mercado de *commodity*. Essa proeminência se deve em grande parte à sua favorável posição geográfica juntamente com importantes e acertadas decisões dos executivos da empresa. O Brasil - onde residem todas as fábricas da empresa - é um ambiente muito fértil para a produção de eucalipto tanto em rendimento quanto em custo de produção, e a decisão de verticalizar toda a cadeia produtiva da produção do papel conferiu ao negócio otimização dos custos de produção e coordenação estratégica.

Temos uma grande admiração pela sua história e fundadores. David Feffer, o Chairman da companhia representa a terceira geração da família que construiu e montou a Suzano. Seu avô, Leon Feffer era um imigrante ucraniano que na década de 1920 vendia de tudo no país para ganhar seu sustento. Em 1924 ele criou a Suzano, inicialmente comercializando papel. Anos depois, investiu tudo o que tinha (até as joias de sua esposa) para inaugurar a primeira fábrica, marcando o início de uma próspera trajetória empresarial familiar. Por tudo isso, confiamos muito na gestão da companhia, e a recente implementação da sua nova fábrica (Projeto Cerrado) reforça nossa convicção sobre as perspectivas de crescimento da empresa num momento ruim do ciclo da celulose onde o preço de mercado negocia abaixo do custo marginal da indústria. Uma combinação de fatores muito favorável para iniciarmos uma posição



# CONCLUSÃO

Investir é uma atividade fascinante. A mistura do desafio intelectual da alocação de capital com a dificuldade de conviver emocionalmente com o risco e as altas e baixas do mercado e isso tudo em meio a uma enxurrada diária de informações que a primeira vista são igualmente – e extremamente – relevantes, mas que raramente são tão definidoras quanto sugerem as manchetes e bem desafiadora. Em especial, quando o mundo está de fato em um momento de mudanças como este o desafio se torna ainda maior.

Vivemos até o evento da pandemia um ciclo muito próspero de desenvolvimento tecnológico e globalização, onde muitas novas empresas surgiram e se estabeleceram gerando ganhos de capital bastante disseminados. Desde então o mundo entrou em um momento diferente. Conflitos geopolíticos, inflação, juros altos e instabilidade política são elementos que tornam o ambiente muito mais complexo. As companhias vão ter que adaptar modelos de negócios, reinventar suas cadeias logísticas e lidar com um ambiente global bem distinto. Entender quem serão os grandes vencedores neste novo tabuleiro é grande parte do nosso desafio atual.

A notícia boa é que continuamos acreditando que boas empresas geridas por gestores competentes e comprometidos se adaptam. Além disso, acreditamos que com um trabalho diligente de estudos e acompanhamento do que acontece nas empresas que investimos e no ambiente no qual elas estão inseridas. Se nós formos também capazes de nos adaptar a essa nova realidade e navegar todas essas mudanças, capitalizaremos o sucesso dessas histórias empresariais ao longo do tempo. Não conseguimos controlar nem evitar o balanço do barco mas, no rumo certo e com paciência e resiliência, chegaremos onde queremos.

**Atenciosamente**  
**LUXOR INVESTIMENTOS**

