



LUXOR  
—  
INVESTIMENTOS

Carta aos  
Investidores

Outubro 2024



## Mensagem do Gestor

*“O surgimento da internet e o crescimento exponencial da capacidade dos computadores de processar e trocar informação são uma revolução para a humanidade. O impacto desse fenômeno na vida das pessoas e, conseqüentemente, nas empresas tem sido transformador. Os capítulos mais recentes do conjunto de avanços tecnológicos que possibilitaram tudo isso são a computação na nuvem e a inteligência artificial. Como investidores, acreditamos que estamos diante de uma oportunidade única de criação de valor e geração de retornos. Temos um mercado endereçável enorme e empresas fenomenais liderando a indústria a partir de vantagens competitivas sólidas: escala, capital humano, tecnologia e propriedade intelectual.”*



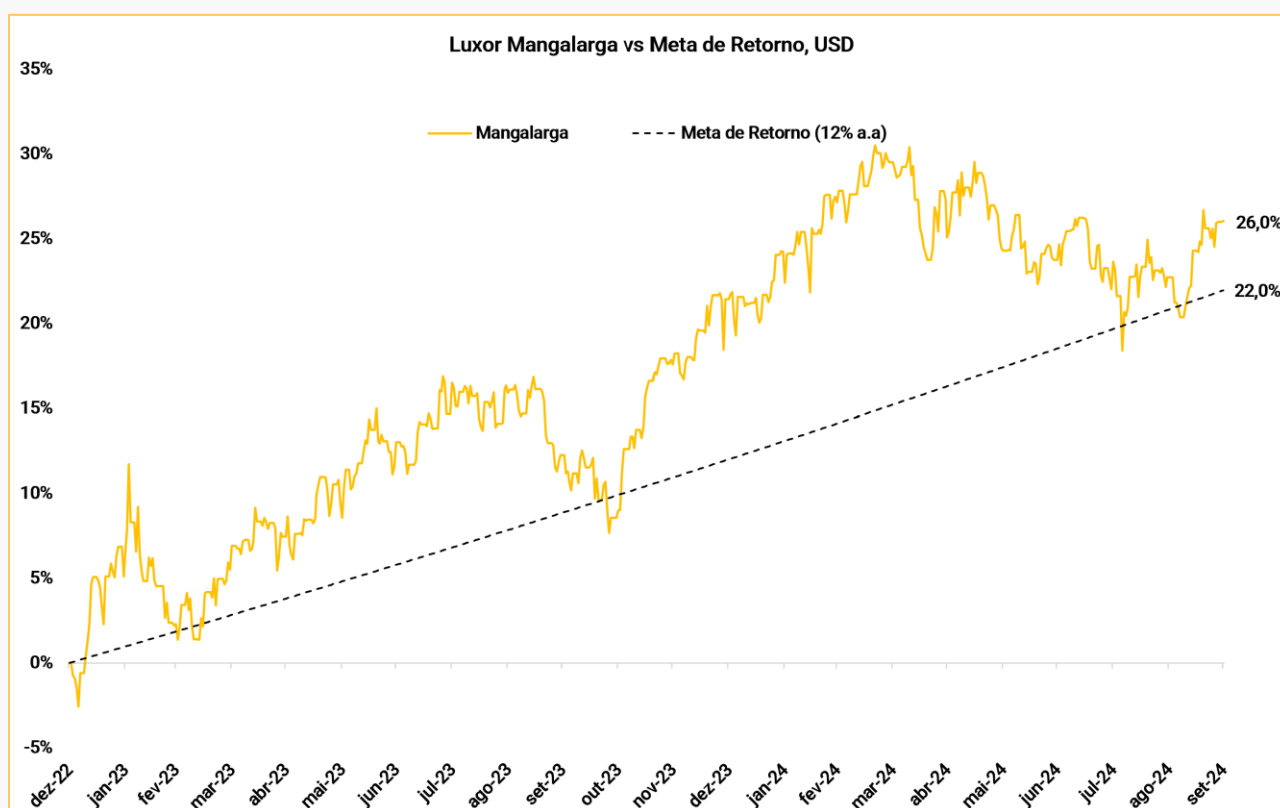
# 1. Introdução

Chegamos à segunda metade de 2024 com um resultado positivo, mas aquém da nossa meta para o ano. Apesar da performance abaixo do desejado, estamos satisfeitos com o sucesso da estratégia de investir primordialmente em empresas com uma visão global. Em relação ao portfólio, fizemos alguns ajustes importantes ao longo do ano que vamos comentar aqui.

Nesta carta, vamos falar da nossa tese de investimento em empresas de computação na nuvem. Essas empresas nos oferecem uma combinação de fatores muito propícios para a geração de retornos: grande mercado endereçável impulsionado pela tendência

secular do aumento do uso de tecnologia, governança impecável e vantagens competitivas sólidas que lhes permitem capturar grande parte do valor gerado na cadeia. Mais ainda, elas apresentam forte geração de caixa, o que lhes permite financiar o seu investimento e crescimento majoritariamente com capital próprio, ao mesmo tempo em que retornam caixa para os acionistas. Embora essa não seja uma história nova – investimos nesta indústria desde 2017 – acreditamos que ela continua sendo uma grande oportunidade de investimento. Seguimos animados com a tese e explicaremos nosso racional em detalhes.

## 2. Mangalarga – Performance 2024



## 2. Mangalarga – Performance 2024

O Mangalarga teve um rendimento positivo até o fim de setembro de 2024, de +3,65% em dólares. Comparando esse resultado com nossa meta de rentabilidade de 12% ao ano, estamos abaixo do nosso objetivo, mas vale lembrar que o mercado se movimenta muito em horizontes curtos e ainda temos aproximadamente três meses para o fim do ano. Mais importante que isso, não podemos nos esquecer de que consideramos a meta anual um balizador, mas nos orientamos para entregar esse resultado em horizontes mais longos.

Olhando o resultado pelo lado construtivo,

apesar da rentabilidade abaixo do desejado em dólares (+3,6%), o fundo retornou +16,4% medido em reais. Considerarmos a performance em dólares a melhor medida de retorno (conforme explicamos na nossa segunda carta). Ainda assim, o resultado do ano evidencia o acerto em diversificar geograficamente o capital. A performance positiva do fundo decorre, primordialmente, dos ganhos do portfólio de ações globais (+11,56% no ano). Por outro lado, sofremos com resultados ruins no portfólio de ativos brasileiros, em especial nos fundos de ações e também em Localiza.

Luxor Mangalarga FIC FIA (Retornos Acumulados)		
Prazo	US\$	R\$
2024	+3,80%	+16,41%
6 meses	-2,67%	+5,61%
12 meses	+12,27%	+21,98%
36 meses	+1,07%	+0,77%
60 meses	+35,05%	+76,52%



## 2.1 Atualização de Portfólio

Fizemos poucos ajustes no portfólio em 2024. O mais relevante foi o desinvestimento recente na Berkshire Hathaway, empresa em que investimos há muitos anos e pela qual temos um apreço especial, pelo tanto que aprendemos com seus fundadores – Munger e Buffet. Nosso desinvestimento foi motivado por três pontos. Primeiro, temos dúvidas acerca da sucessão de Buffet. Está claro que há um corpo de executivos de alta qualidade, como Greg Abel, Ajit Jain e Todd Combs, que já se encarregam de conduzir a companhia, e confiamos que eles foram escolhidos cuidadosamente para garantir a perenidade do negócio. Ainda assim, o impacto que a ausência de Buffet terá sobre a companhia nas próximas décadas nos preocupa. Outro aspecto que nos chamou a atenção foram as dificuldades pelas quais passam as empresas que a Berkshire opera, em especial a BHE e as

ferrovias. As empresas de seguros tiveram uma performance recente muito boa, especialmente a Geico. Contudo, acreditamos que grande parte da história de melhoria operacional já aconteceu, e o aumento da exposição das empresas de resseguros a catástrofes naturais adiciona um risco a companhia.

O último ponto tem a ver com o valuation da companhia. Com a boa performance da ação nos últimos meses (Berkshire subiu 30% no ano, vs 23% do S&P), a margem de segurança se reduziu. Um sinal importante do preço alto da ação foi a redução das recompras ao longo de 2024, para o menor nível observado desde 2018, mesmo em um momento de níveis extraordinariamente altos de caixa na companhia. Diante disso, optamos por desinvestir.

## 3. O investimento na Nuvem

### 3.1 O que é a nuvem?

A nuvem consiste essencialmente em uma nova forma de utilizar os computadores. Trata-se de uma verdadeira revolução tecnológica, na qual as máquinas pessoais passam a processar a maior parte de suas tarefas não mais no equipamento físico local, mas sim em centros remotos de processamento e armazenamento de dados, desconhecidos para o usuário. Ou

seja, estamos vivendo a transição de um mundo onde cada escritório tem uma sala cheia de grandes servidores e equipamentos de computação em geral, para outro onde cada usuário tem uma máquina relativamente limitada em capacidade de memória e processamento, mas que está conectada à nuvem, onde as tarefas são efetivamente executadas.



Entretanto, a computação na nuvem não se resume apenas à realocação de máquinas e processos. Essa inovação vem acompanhada de uma expansão significativa de capacidade computacional com a evolução de chips, placas

e equipamentos de armazenamento de dados, que trazem inúmeras novas possibilidades de uso da tecnologia, como aquelas decorrentes da inteligência artificial.

### 3.2. Quais são os principais benefícios deste novo modelo?

A computação na nuvem resolve vários problemas de difícil solução dentro do modelo de computação local. O primeiro deles consiste no compartilhamento de tarefas, já que arquivos compartilhados na nuvem podem ser acessados e editados simultaneamente por vários usuários. Além disso, a computação na nuvem reduz drasticamente o custo de atualizações, reinstalações ou reconfigurações em máquinas individuais, seja em software ou em hardware, à medida que máquinas virtuais podem ter aumentos de capacidade e memória sem a necessidade de intervenção física. Outro ponto refere-se à segurança da informação, já que a computação na nuvem permite maior controle das empresas sobre seus dados e ajuda muito na administração de backups. A acessibilidade também é um dos grandes benefícios da nuvem, especialmente em um mundo de trabalho remoto e smartphones, onde as pessoas precisam acessar e editar seus arquivos de qualquer lugar. Finalmente, a computação na nuvem reduz a necessidade de investimento em equipamentos de computação locais caros, uma vez que as máquinas pessoais passam a ser apenas canais de acesso à nuvem. Entretanto, ela também permite que os usuários utilizem máquinas potentes para o desenvolvimento de

projetos ou a execução de tarefas específicas, reduzindo a necessidade de comprometimento de capital para a evolução de processos ou o desenvolvimento de novos produtos.

Em síntese, a computação na nuvem torna a execução de tarefas computacionais complexas muito mais simples e barata, permitindo a todos os seus usuários a adoção de ferramentas de trabalho mais sofisticadas e promovendo ganhos enormes de produtividade. Adicionalmente, toda essa base instalada de processamento de dados possibilita o desenvolvimento e a aplicação de tecnologias complexas, como a inteligência artificial. Os exemplos de como as empresas estão se beneficiando dessa nova ferramenta na prática são inúmeros, desde otimizações de estoques ou logísticas baseadas em análise de dados até customizações de produtos e serviços prestados via internet com base em inteligência artificial. Vale citar aqui o prêmio Nobel de Química<sup>1</sup> de Demis Hassabis e John Jumper, pelo desenvolvimento de um sistema de IA que projeta a estrutura 3D de proteínas a partir da sua sequência de aminoácidos, o que ajuda muito na pesquisa de novas drogas em diversos campos.

1. <https://www.nobelprize.org/prizes/chemistry/2024/press-release/>



### 3.3. Como funciona esta indústria?

A indústria de computação na nuvem funciona de uma forma bem simples. Basicamente, os grandes provedores vendem aos seus clientes capacidade de armazenamento ou processamento de dados na forma de discos rígidos remotos ou máquinas virtuais, em um modelo de assinatura. Assim, os consumidores de capacidade computacional estão passando de um modelo de aquisição e propriedade de máquinas e equipamentos para o modelo de pagar pelo uso, na forma de serviços de computação. Certamente, esse novo modelo reduz a necessidade de investimento em hardware para os usuários e permite um consumo mais direcionado ao uso, assim como o uso eventual de certos serviços, barateando o custo da tecnologia para indivíduos e empresas. Essas possibilidades são interessantes em diversas circunstâncias, como a necessidade de executar experimentos específicos que demandam capacidade muito acima do normal ou empresas que desejam expandir seu quadro de funcionários e podem escalar seu uso de tecnologia sem a necessidade de grandes despesas de capital.

Os serviços oferecidos pelos grandes provedores de nuvem podem ser contratados em diferentes níveis – podem ser tanto aplicações ou SaaS, plataformas ou PaaS, ou infraestrutura (IaaS). Basicamente, o chamado “software as a service” consiste em um programa disponível na nuvem que o usuário, seja um indivíduo ou uma empresa, contrata através de assinatura. Um

exemplo fácil deste tipo de produto é o Gmail, oferecido pelo Google. Ao contratar o serviço, toda a infraestrutura que garante a operação contínua do aplicativo pertence ao provedor, de modo que o usuário, para utilizar a ferramenta, necessita apenas de um acesso à internet. A capacidade ou a memória do seu aparelho local é irrelevante para que o programa execute suas tarefas. Por outro lado, o custo do serviço varia de acordo com as necessidades de uso de cada um. Aqueles com grandes volumes de mensagens e arquivos dentro do Gmail terão assinaturas mais caras.

As plataformas, por sua vez, consistem em ambientes de trabalho remotos que funcionam como grandes servidores, onde os clientes conseguem alocar e administrar serviços como bases de dados, sistemas de administração de portais de internet ou outras aplicações. Neste caso, a responsabilidade pelo funcionamento e manutenção desses ambientes remotos está com o provedor da plataforma, enquanto o usuário se limita apenas a utilizar o ambiente e as ferramentas ali hospedadas.

Por último, os provedores de computação na nuvem também oferecem serviços de infraestrutura (IaaS), que são basicamente máquinas virtuais que os usuários utilizam, e cuja responsabilidade de manutenção – tanto de software quanto de hardware – também é do provedor do serviço.



### 3.3. Como funciona esta indústria?

Além disso, ao contratar infraestrutura de computação na nuvem, o cliente tem a capacidade de ajustar remotamente o armazenamento e o processamento de suas máquinas, sem depender da compra direta e da intervenção manual em máquinas físicas, como era feito anteriormente.

Mais recentemente, outras aplicações da computação na nuvem surgiram, como o “gaming as a service”, em que jogos são vendidos como aplicativos processados na nuvem, eliminando a necessidade de equipamentos locais caros, como os antigos consoles – PlayStation, Nintendo, etc. Com isso, jogos complexos podem ser exibidos até mesmo em smartphones.

### 3.4. Qual o tamanho desse mercado?

É quase impossível fazer uma estimativa precisa do mercado endereçável para a computação na nuvem, visto que, olhando de hoje, não é possível determinar o valor total dos produtos e serviços que essas plataformas de desenvolvimento tecnológico irão gerar. Em um relatório de 2022, a McKinsey estimava o valor criado pela computação na nuvem em US\$ 3 trilhões, sendo que apenas 1/3 desse valor seria criado a partir da otimização da infraestrutura de TI das companhias. A maior parte desse valor decorre das inovações potencializadas pela computação na nuvem: desenvolvimentos de novos produtos, automação, otimizações operacionais e outros. Outros estudos falam de números um pouco menores, como a Bernstein, que estima o mercado de computação na nuvem em US\$ 2,3 trilhões, majoritariamente em PaaS e IaaS.

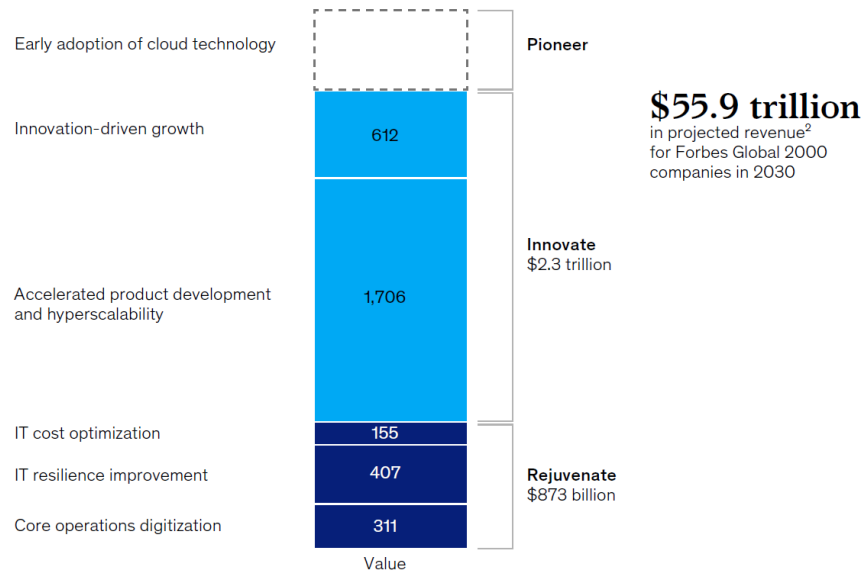
Atualmente, os três maiores provedores de nuvem – Google, Amazon e Microsoft – têm receitas estimadas para 2024 de US\$ 45,5 bilhões, US\$ 108,8 bilhões e US\$ 150 bilhões, respectivamente. Como referência, a receita dessas três empresas corresponde a aproximadamente 30% dos gastos totais das grandes empresas do mundo com TI, de acordo com estimativas mais recentes. Pesquisas qualitativas com executivos apontam a intenção das grandes empresas de terem ao menos 50% da sua infra-estrutura de TI na nuvem até 2030. Ou seja, mesmo considerando que a indústria de computação na nuvem já tem um tamanho respeitável, ainda há muito espaço para essas empresas crescerem. Seja por aumento de penetração da computação na nuvem na infra-estrutura das companhias ou pelo desenvolvimento de novos produtos e processos.





## By 2030, value drivers could enable cloud to deliver more than \$3 trillion in EBITDA value across the Forbes Global 2000.

Estimated 2030 EBITDA run-rate impact for Forbes Global 2000 companies,<sup>1</sup> \$ billion



<sup>1</sup>150 private-equity companies have been omitted from the calculation to avoid redundant calculation of cloud value.

<sup>2</sup>Projected revenue is based on historic growth rates.

<sup>1</sup>"Cloud's trillion-dollar prize is up for grabs," *McKinsey Quarterly*, February 26, 2021.

### 3.5. Qual a relevância da computação na nuvem para os usuários?

Os usuários da computação na nuvem se dividem em dois grandes grupos: pessoas físicas e empresas. Começando pelas pessoas físicas, boa parte do uso se refere ao armazenamento remoto de arquivos — sejam documentos pessoais, contatos ou fotos — ou à utilização de ferramentas como o Microsoft Office em suas versões mais recentes, cujo armazenamento de arquivos e atualizações são administrados remotamente pela Microsoft.

Do lado das empresas, cada vez mais a integração de sistemas locais com as plataformas de computação na nuvem se torna obrigatória para que elas consigam competir no mundo atual. Em termos de otimização de

custos, a computação na nuvem permite a redução das despesas com máquinas e equipamentos de computação, automação e melhoria de processos e agiliza muitas tarefas que exigem o compartilhamento de dados e arquivos. Do ponto de vista do crescimento, a computação na nuvem e as possibilidades que se abrem a partir do processamento de grandes volumes de dados permitem grandes avanços no desenvolvimento de novos produtos, além de aproximar as empresas dos consumidores, permitindo o surgimento de novas linhas de receita que antes não seriam possíveis. Os exemplos de todos esses usos são muitos.



### 3.5. Qual a relevância da computação na nuvem para os usuários?

Exhibit 17

**Companies typically start with cloud to save on costs but shift their focus over time to value-generating opportunities suited to their sector.**

**Value progression over time**

	Cost savings	Business innovation/enablement and new business building	
<b>Banking</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Data center exit</li> <li>• Risk management</li> <li>• Corporate function apps</li> <li>• SaaS apps</li> <li>• Digital workforce apps</li> <li>• Contact center apps/chatbot</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Settlement processing</li> <li>• Mainframe modernization</li> <li>• Customer loyalty program</li> <li>• Fraud management</li> <li>• Investment management tools</li> <li>• Mobile apps</li> <li>• Auditing system</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Climate-risk modeling</li> <li>• Mortgage origination</li> <li>• Open bank API</li> <li>• Wealth-management platform</li> <li>• Omnichannel banking platform</li> <li>• Marketing automation</li> <li>• Customer-engagement platform</li> </ul>
<b>Life sciences</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Data center exit</li> <li>• First-level support</li> <li>• Field-force scheduling</li> <li>• Product prediction demand</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tracking sales-force performance</li> <li>• Patient onboarding platform</li> <li>• Single-instance ERP apps</li> <li>• High-performance computing for R&amp;D</li> <li>• Predictive insights on patients</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• R&amp;D apps</li> <li>• Identifying drug candidates</li> <li>• Clinical research</li> <li>• Predictive analytics in manufacturing</li> <li>• Edge analytics</li> </ul>
<b>Consumer</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Data center exit</li> <li>• HR-employee churn</li> <li>• Route-optimization algorithm</li> <li>• Pricing optimization</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Data/analytics platform</li> <li>• Contact-center apps/chatbot</li> <li>• Customer-engagement apps</li> <li>• Loyalty management</li> <li>• Employee scheduling</li> <li>• Warehouse management</li> <li>• Supply chain management</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Design to value</li> <li>• Geospatial analytics for new store location</li> <li>• New e-commerce platform</li> <li>• Advanced inventory modeling</li> <li>• Smart manufacturing</li> </ul>
<b>Insurance</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Data center exit</li> <li>• Risk management</li> <li>• Lapse-prediction model</li> <li>• Data modeling</li> <li>• Data storage and analytics</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Contact-center apps</li> <li>• Next product to sell</li> <li>• Partner integrations</li> <li>• Customer portal</li> <li>• Automated underwriting</li> <li>• Financial advisor product</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Greenfield benefits business</li> <li>• Fraud management</li> <li>• Claims management</li> <li>• Policy and benefits administration</li> </ul>
<b>Advanced industries</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Data center exit</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Enterprise apps</li> <li>• Demand forecasting</li> <li>• High-performance computing for apps</li> <li>• Analytics for predictive maintenance</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Product engineering</li> <li>• Mobility apps</li> <li>• New e-commerce platform</li> <li>• Autonomous driving systems</li> <li>• IoT/edge analytics</li> <li>• Supply chain management</li> </ul>

Source: CloudSights



### 3.6. Como estamos tentando participar do processo?

Assim como tentamos encontrar as empresas que irão capturar parte relevante do valor criado pelo desenvolvimento de novas drogas e vacinas a partir de suas vantagens competitivas, utilizamos a mesma abordagem para tentar capitalizar parte do valor criado pela computação na nuvem. Tentamos entender como a indústria está evoluindo, tanto no seu mercado endereçável quanto na sua dinâmica competitiva, e quais companhias estão melhor posicionadas para capturar a maior parte do valor gerado por essa nova tecnologia, e nos associamos a elas. No caso, enxergamos tanto um grande potencial de geração adicional de valor pela indústria, à medida que novas aplicações dependentes da computação na nuvem vão surgindo, como empresas em posições competitivas muito favoráveis para monetizar esse processo, como a Amazon, a Microsoft e o Google, cada uma delas em sua área de competência.

Primeiramente, em relação à evolução da indústria, consideramos o espaço para crescimento ainda muito grande, como mencionamos acima. Obviamente, reconhecemos que os grandes provedores de computação na nuvem já são negócios gigantescos. Ainda assim, dados mostram que ainda há muito espaço para a incorporação de computação na nuvem em processos internos das grandes corporações. Um relatório de 2023 da McKinsey mostrava que apenas 39% das empresas pesquisadas tinham mais de 30% de

suas aplicações rodando na nuvem e almejam elevar esse número para 50%, mas o processo de transição para a nuvem acontece de forma gradual dentro das empresas por diversas razões. Além disso, acreditamos que muita demanda pela computação na nuvem virá de inovações que ainda serão desenvolvidas ao longo dos próximos anos, através da interação dessa capacidade computacional que está sendo construída com novas tecnologias de software, como a inteligência artificial.

Outro ponto importante da nossa tese diz respeito ao produto que as empresas de computação na nuvem oferecem. Nossa tese é a de que o negócio de computação na nuvem não se resume a uma planta industrial com capacidade de armazenamento e processamento de dados. Acreditamos que o grande diferencial dos provedores de serviços computacionais está também na qualidade do software e na forma como as plataformas de computação na nuvem interagem com seus clientes. Nesse sentido, vemos a posição competitiva das grandes empresas de nuvem como muito favorável. Tanto a Amazon, quanto a Microsoft e o Google oferecem muito mais do que data centers para seus clientes. Seja a Azure, a AWS ou o Google Cloud, todas são plataformas de desenvolvimento de aplicações na nuvem com um nível altíssimo de tecnologia de software, potencializadas inclusive pelo desenvolvimento de programas disponíveis dentro dessas plataformas, feitos por terceiros.



### 3.6. Como estamos tentando participar do processo?

Vale ressaltar também o nível alto de investimento requerido por qualquer empresa que queira se aventurar nessa indústria. Só em 2024, essas empresas têm, de forma agregada, um orçamento de investimentos em nuvem da ordem de US\$ 100 bilhões. Não fossem essas companhias exímias geradoras de caixa, certamente não poderiam estar capitaneando o desenvolvimento desse empreendimento transformador nessa velocidade. Sabemos que escala por si só não é uma vantagem competitiva intransponível, especialmente em um mundo com tanto capital disponível. Contudo, não se trata apenas de orçamento. Existem barreiras enormes de propriedade intelectual, capital humano e sistemas complexos que precisam ser desenvolvidos para que essas plataformas atendam às demandas dos clientes, o que dá a essas empresas posições competitivas muito sólidas.

Assim, nos parece bem claro que os três grandes players – Amazon, Google e Microsoft

– são e continuarão a ser extremamente dominantes nesse mercado que ainda tem muito a crescer. Acreditamos que os vencedores nessa indústria terão grande poder de mercado, à medida que a competição forçará as empresas a introduzir a computação na nuvem em seus processos e que o uso da tecnologia se torne cada vez mais importante para produtos e serviços prestados pelas empresas nos mais diferentes mercados. Além disso, consideramos baixo o risco de competição entre elas. Por um lado, o incentivo a uma competição mais agressiva de preços é baixo, e, além disso, há alguma segregação no tipo de clientes que cada um desses três grandes players atende, associada a uma diferenciação de produtos que cada um oferece. Por tudo isso, consideramos que o investimento nessas empresas ainda tem muitos frutos a gerar.



### 3.7. Como essas empresas se diferenciam?

Falamos até aqui do nosso investimento nas três grandes provedoras de nuvem, mas é muito importante observar que se tratam de companhias muito diferentes em todos os aspectos dos negócios. Há diferenças tanto culturais e corporativas quanto relacionadas ao produto que elas oferecem e, consequentemente, ao perfil de clientes que cada uma atende. Por conta disso, o investimento em cada uma delas requer uma análise cuidadosa de cada caso específico.

Começando pela Amazon, é curioso notar como uma gigante do e-commerce se transformou na maior provedora de computação na nuvem do mundo, competindo com gigantes da tecnologia como o Google e a Microsoft. A AWS surgiu em 2006 a partir de uma necessidade interna da companhia. Tão grande era a escala e a qualidade do ativo de computação que eles tinham construído, que a empresa passou a vender a utilização dessa infraestrutura para terceiros como um serviço. Com o lançamento de serviços como o Amazon S3 (armazenamento) e o Amazon EC2 (computação), a AWS começou sua jornada pioneira no mundo da computação na nuvem. Ao longo dos anos, o produto se sofisticou e a AWS se tornou o gigante que é hoje. A história da AWS se conecta com as características do produto – sua plataforma é muito reconhecida por sua flexibilidade e atende especialmente bem startups ou empresas de tecnologia como Airbnb, Netflix e Stripe. Sua presença é bem maior nos serviços de IaaS e PaaS do que em

SaaS. O caso também reflete a relevância de uma cultura empresarial que valoriza o empreendedorismo e a descentralização de decisões, características muito marcantes do funcionamento da Amazon desde sua fundação.

Por outro lado, a Microsoft lançou a Azure apenas em 2010, já como uma reação ao impacto que a AWS vinha tendo no mercado. Apesar de ter começado atrás no desenvolvimento deste produto, a Microsoft fez um trabalho fenomenal com sua plataforma. Contando com uma enorme presença como provedora de serviços de TI nas grandes corporações e sua expertise em desenvolvimento de software, rapidamente a companhia conseguiu fazer da Azure a plataforma de computação na nuvem adotada pela maior parte das grandes empresas do mundo, com um produto que alia tanto os serviços de PaaS e IaaS quanto de SaaS, com produtos inigualáveis, como o Office. Se, por um lado, o fato de a Microsoft não ter sido pioneira na computação na nuvem revela uma dificuldade da companhia em inovar, por outro, a rapidez e eficiência com que a Microsoft criou a Azure, disruptando seu próprio negócio de servidores on-premise, prova a competência da empresa em se adaptar e reagir a ameaças competitivas relevantes. Além disso, também consideramos fundamental para esse movimento da companhia a liderança de seu CEO, Satya Nadella, por quem temos muita admiração.



### 3.7. Como essas empresas se diferenciam?

O investimento recente na OpenAI foi mais um exemplo de decisão estratégica transformacional que consideramos acertada pelo executivo.

O Google certamente está um passo atrás de Amazon e Microsoft no negócio de computação na nuvem. A receita do Google com a computação na nuvem em 2024 deve chegar a US\$ 40 bilhões, sendo aproximadamente 1/4 decorrente do GSuite, evidenciando a presença maior do Google em SaaS em comparação à AWS. Apesar de a GCP (Google Cloud Program) também ter como origem a infraestrutura interna do Google, a companhia não foi tão ágil nem tão competente quanto a Amazon em transformar esse ativo em um produto comercializável. O Google Cloud Storage e a GCP só foram lançados em 2011, quando Amazon e Microsoft já ocupavam boa parte do mercado. A demora do Google em avançar nesse mercado e também uma estratégia de comercialização do produto mal executada lhe causaram uma

desvantagem competitiva que persiste até hoje. Apesar disso, mesmo que a GCP não seja tão bem-sucedida quanto as demais como negócio, o Google tem feito um excelente trabalho de alavancar seu negócio de marketing digital através de aplicações da computação na nuvem, como a inteligência artificial. O algoritmo de busca, principal produto do Google, teve melhorias significativas nos últimos anos decorrentes do uso dessa tecnologia. Portanto, na medida em que o Google capitaliza os avanços da computação na nuvem mais pela melhoria de seus próprios produtos de propaganda digital do que como provedor de serviços de computação, nosso investimento na companhia não se explica por um otimismo exacerbado com a GCP.



### 3.8. Quais são os riscos que vemos neste investimento?

Conforme descrevemos, um dos riscos deste investimento são as valuations exigentes. Nosso horizonte de longo prazo de investimento, de certa forma, ameniza esse risco, mas ainda assim o consideramos importante. É fundamental reconhecer que boa parte dessas expectativas construtivas que temos em relação aos provedores de computação na nuvem já está incorporada nos preços. Ainda assim, levando em conta que a inovação muito possivelmente impulsionará o crescimento dessas empresas além dos próximos dois ou três anos, e também que encontramos retornos razoáveis para o investimento nessas companhias, mesmo aos preços atuais, seguimos investidos.

Do ponto de vista dos negócios, enxergamos riscos, mas estamos confiantes. Consideramos baixo o risco de uma dinâmica competitiva mais acirrada entre as provedoras ou do surgimento de novos entrantes. Ainda assim, o setor de tecnologia tem como característica a disrupção. Logo, reconhecemos também que não sabemos

como esse panorama competitivo vai evoluir ao longo dos próximos anos.

Entretanto, outro risco importante e que nos preocupa mais nesta indústria está no poder de mercado de empresas que produzem equipamentos computacionais de alta capacidade – obviamente estamos nos referindo especialmente à Nvidia. Na medida em que os chips de alta capacidade são peças indispensáveis dentro da infraestrutura da computação na nuvem, o monopólio na produção de chips de alta performance por uma empresa específica constitui um risco importante para a nossa tese. Tanto é verdade que Amazon, Microsoft e Google estão investindo bastante capital no desenvolvimento de chips proprietários.

Por último, existe também o risco de que a posição competitiva favorável dessas companhias seja questionada por reguladores. Estamos constantemente atentos a essas mudanças, mas cientes da nossa capacidade limitada de antecipar tais questões.



# CONCLUSÃO

Como falamos anteriormente, 2024 tem sido um ano desafiador, mas ainda assim construtivo e de bons retornos. Estamos aquém daquilo que almejamos, mas também satisfeitos com as grandes decisões de alocação que fizemos e confiantes de alcançar plenamente nossa meta de retorno no longo prazo.

Acreditamos que nossa tese de investimento em novas tecnologias ainda contribuirá bastante para o nosso sucesso. Estamos diante de uma verdadeira revolução tecnológica, ainda em seus estágios iniciais, com o potencial de transformar muitos aspectos da vida das pessoas e do funcionamento das empresas. Logo, o tamanho potencial dos negócios associados à computação na nuvem é gigantesco, e ainda há o risco de subestimarmos sua magnitude ao olhar o assunto a partir do que somos capazes de visualizar hoje. Além disso, essas inovações são lideradas por empresas excepcionais que estão capturando para si parte desse valor por meio de sólidas vantagens competitivas e boa gestão. Nada vem desacompanhado de riscos e incertezas, mas todos os elementos importantes para o sucesso de grandes empreendimentos estão claramente presentes neste caso, o que nos deixa muito confiantes e esperançosos.

**Atenciosamente**  
**LUXOR INVESTIMENTOS**

