



# 3ª Carta anual

## Março | 2024

Norte Asset

[norteasset.com.br](http://norteasset.com.br)

 **NORTE**  
asset management

Caros investidores e parceiros,

Completamos, nesse final de janeiro, nossos primeiros 36 meses de história, importante marco na trajetória de qualquer gestora de recursos iniciante.

Mesmo em um ano em que a indústria de fundos sofreu novamente com resgates expressivos, continuamos crescendo e chegamos a aproximadamente R\$ 1,5 bilhão sob gestão em nossos fundos. O time da gestora fechou o mês de janeiro com 22 profissionais, sendo 13 dedicados à gestão.

Continuamos aprimorando o processo de análise, discussão e comunicação dentro do time. Nossa cultura colaborativa e participativa, com a estrutura de *book* único, alinhado ao cotista, e o debate contínuo sobre o cenário macro e os seus respectivos impactos nos setores e empresas, permanecem como pilares do nosso processo de tomada de decisão de alocação de risco.

O ano de 2023 não foi menos desafiador do que os anteriores, e a leitura correta dos indicadores macro, tanto no Brasil quanto no exterior, se mostrou ainda mais importante no ano passado, devido à dinâmica do ambiente político no primeiro ano de mandato do novo governo, aos impactos micro setoriais advindos das reformas e medidas fiscais implementadas ao longo do ano, ao início do ciclo de baixa de juros no Brasil, à continuidade do ciclo de alta de juros nos Estados Unidos, à crise dos bancos regionais americanos, à guerra no Oriente Médio, entre outros.

Por isso, mantemos sempre a diligência, o pragmatismo e a humildade, de forma a reagir rapidamente a cada alteração no cenário, ajustando o portfólio às mudanças de conjuntura.

## **Resumo da Rentabilidade dos Fundos**

Todos os nossos fundos superaram novamente seus respectivos *benchmarks* no ano de 2023, e concluímos o período de 36 meses do Norte Long Bias e os 30 meses dos Fundos Long Only no 1º quartil da indústria.

O Norte Long Bias, nosso primeiro Fundo, concluiu seus 3 primeiros anos com rentabilidade de 44,26%, versus 11,02% do Ibovespa, -19,32% do Índice *Small Cap* e 42,57% do *benchmark* (IPCA+Yield IMA-B). No ano de 2023, o Fundo rendeu 12,49% contra 10,61% do *benchmark* (IPCA+Yield IMA-B), 22,28% do Ibovespa e 17,12% do Índice *Small Cap*.

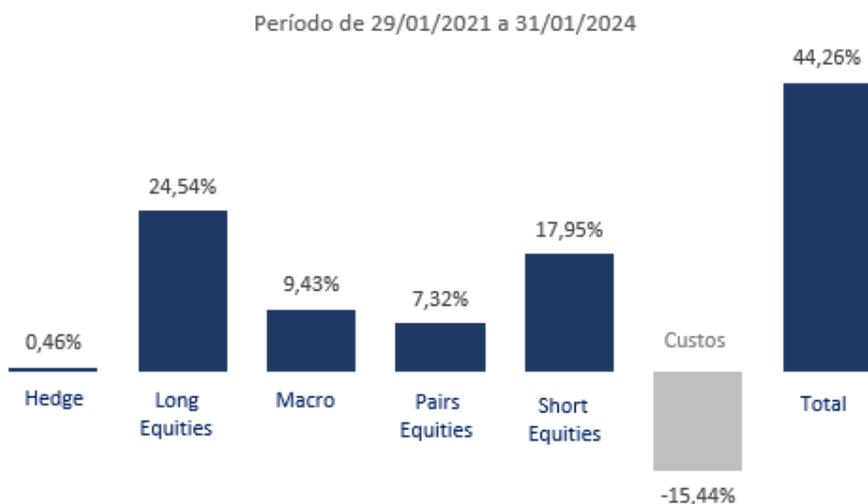
Os Fundos Norte Long Only, Norte Previdência e Norte Institucional concluíram esses 30 meses com rentabilidades de 9,68%, 13,71% e 5,99%, respectivamente, período que o Ibovespa valorizou 4,89% e o Índice *Small Cap* apresentou retorno de -25,78%. No ano de 2023, eles renderam 23,92%, 26,42% e 22,51%, respectivamente, versus 22,28% do Ibovespa e 17,12% do Índice *Small Cap*.

O propósito desta carta é fazer uma análise da nossa performance acumulada ao longo dos 3 anos da história da Norte Asset, além de fazer uma prestação de contas do ano de 2023 e falar das perspectivas que temos para o ano de 2024.

## Performance 36 meses - Norte Long Bias

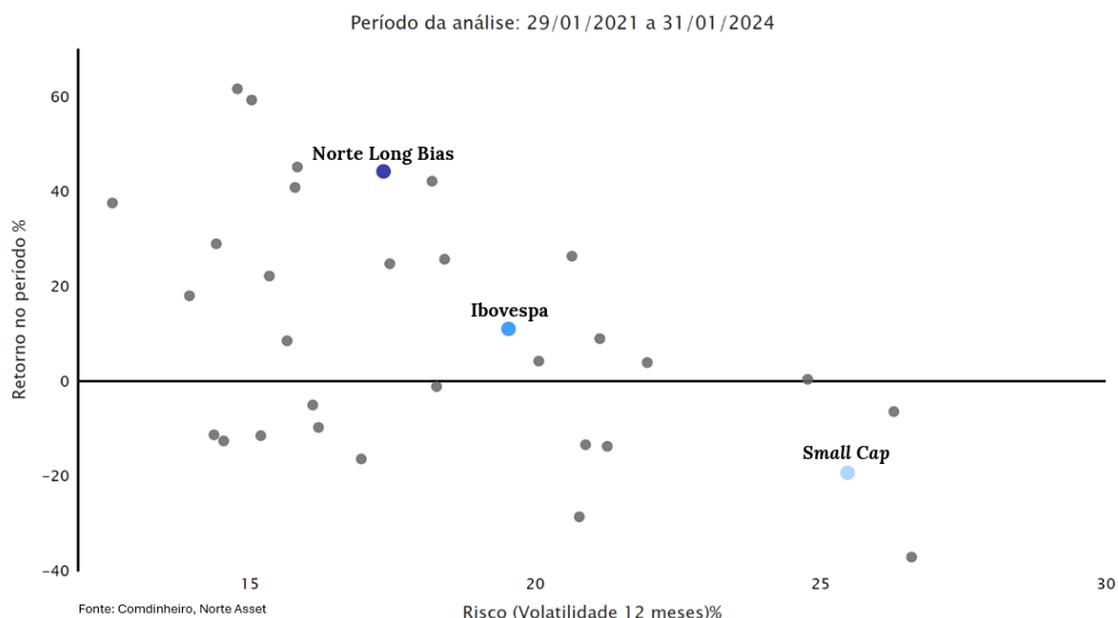
Há diversas formas de se fazer uma análise da performance do Norte Long Bias nesses 36 meses de história. Além de olhar o número final da rentabilidade de 44,26% versus 11,02% do Ibovespa e 42,57% do IPCA+Yield IMA-B, gostamos de avaliar o desempenho do fundo por estratégia, pelo *capture ratio*, pela relação risco retorno comparativa à indústria e aos índices de ações e medir a correlação da evolução da cota do fundo com o desempenho do Ibovespa e do Índice *Small Cap*.

O gráfico abaixo descreve a atribuição da performance por estratégia nestes 3 anos do Norte Long Bias:



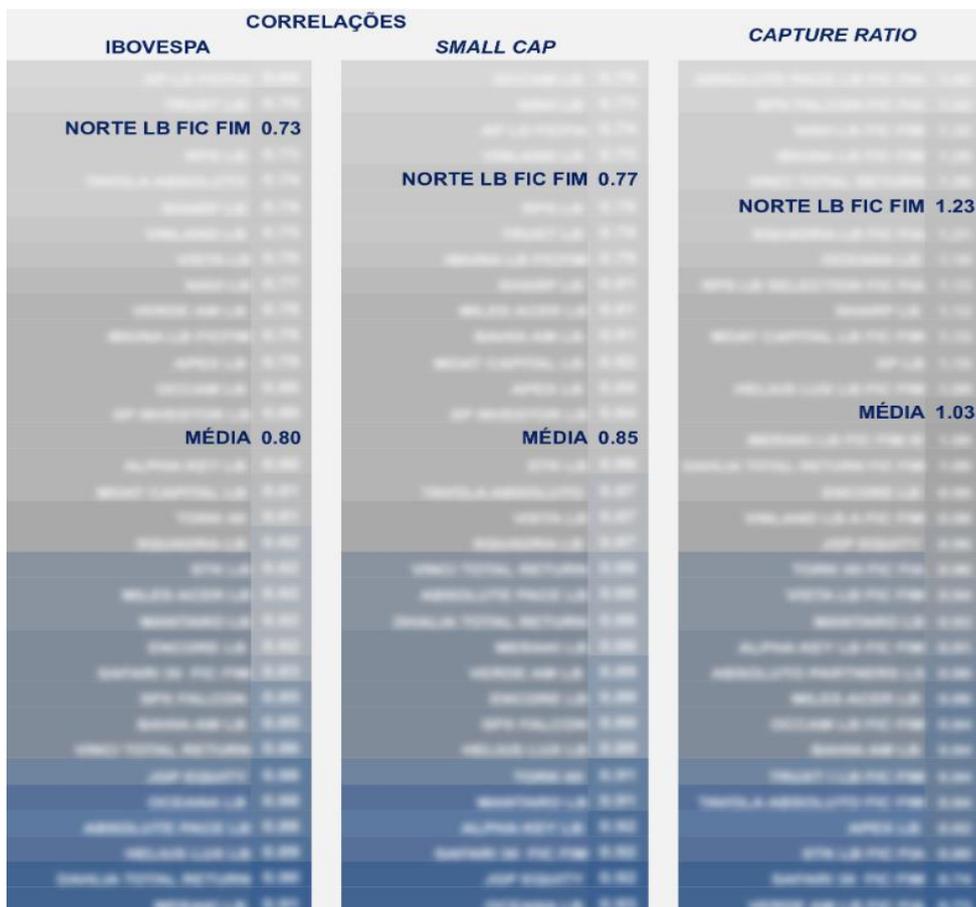
Importante notar que, todas as estratégias apresentaram contribuição positiva para a performance do fundo, tanto no lado *long* quanto no lado *short*, assim como em macro e nos pares relativos *long short* e arbitragens. Mesmo a estratégia de *hedge* que comporta estruturas de proteção para o fundo, auferiu um retorno positivo nesse período.

Uma outra análise que vale ressaltar é a nossa relação risco retorno, medida pela volatilidade anual da cota versus a performance do fundo comparativamente aos pares e aos índices de mercado.



Como se depreende do gráfico acima, o Norte Long Bias ficou no quadrante superior esquerdo, ou seja, no grupo de fundos de maior rentabilidade e menor volatilidade no período.

Adicionamos a essa análise, as tabelas de correlação com os índices Ibovespa e *Small Cap*, assim como o *capture ratio*, razão entre quanto capturamos da alta versus da baixa do Ibovespa, diariamente, ao longo desses 3 anos.



Analisando as tabelas comparativas, o Norte Long Bias está entre os fundos de menor correlação com os índices Ibovespa e *Small Cap*, e entre os fundos de maior *capture ratio* da indústria.

Concluindo, nesse período inicial de 36 meses, o Norte Long Bias se destacou com uma das maiores rentabilidades, ficando no 1º quartil da categoria, obtendo um ganho diversificado por todas as suas estratégias, apresentando *capture ratio* elevado, baixa correlação com os índices de mercado e volatilidade abaixo da média da indústria e do Ibovespa. Essa combinação de resultados nos deixa satisfeitos e nos dá a convicção de que estamos no caminho certo.

### Performance 30 meses - Norte Long Only, Norte Previdência e Norte Institucional

Nossos fundos Long Only concluíram esse período desafiador de mercado no 1º quartil da indústria, superando o Ibovespa no período. As rentabilidades do Norte Long Only, Previdência e Institucional foram de 9,68%, 13,71% e 5,99%, respectivamente, versus 4,89% do Ibovespa e -25,78% do Índice *Small Cap* nesses 30 meses.

Todos seguem a mesma alocação micro setorial do Norte Long Bias, apenas com a vedação das estratégias *short*, pares e macro. O Norte Institucional não possui posições no mercado offshore. Além disso, levamos também em consideração o peso elevado de *commodities* e *financials* do Ibovespa, o *benchmark* dos fundos *long only*, para fazer um pequeno ajuste relativo na carteira.

A atribuição de performance setorial do Norte Long Only no período segue descrita no gráfico abaixo:



Pelo gráfico acima, percebe-se que o grande detrator de performance foi o setor de crescimento doméstico, o que não é surpresa, dado que foi o setor mais impactado pela alta dos juros desde meados de 2021, e o maior responsável pela performance negativa do Índice *Small Cap* no período.

### Performance 2023 - Norte Long Bias

O ano de 2023 foi semelhante a 2022 em um aspecto: mudanças de humor de mercado e de apetite a risco praticamente a cada trimestre.

Isso torna mais desafiadora a gestão ativa de um fundo com mandato amplo de risco, porém mais concentrado em renda variável, e com benchmark de IPCA+Yield IMA-B. Se o fundo não estiver posicionado corretamente nessas viradas de mercado, pode perder um bom movimento de alta ou sofrer muito em um movimento maior de queda, sendo forçado a reduzir o risco por disciplina na baixa do mercado.

Em 2022 conseguimos navegar nesse ambiente volátil com mais assertividade, e tivemos um excelente desempenho, com rentabilidade de 27,93%.

Em 2023 fomos bem no 1º semestre, mas não tão bem na segunda metade do ano, pois não esperávamos a piora nos *Treasuries* americanos de agosto ao fim de outubro. Esperávamos que os números de inflação e emprego da economia americana, que vieram mais fracos apenas em novembro, já apontassem uma desaceleração desde setembro ou outubro.

Além disso, o setor de varejo sofreu com o anúncio pelo governo das medidas de tributação de crédito presumido de ICMS e do fim da isenção de tributos sobre as subvenções de custeio.

Desta forma, o fundo apresentou uma performance fraca de agosto a outubro, pois estávamos mais comprados no mercado, dado o início do ciclo de corte de juros pelo COPOM (Comitê de política monetária do Banco Central brasileiro) no início de agosto, e a nossa expectativa de que o ciclo de alta de juros nos Estados Unidos estava chegando ao seu final. Reduzimos nosso risco por disciplina em outubro, e voltamos a adicionar posições compradas logo no início de novembro, após a reunião do FOMC (Comitê de política monetária do Banco Central americano, o Fed) e o número mais fraco de geração de emprego nos Estados Unidos.

Diante deste contexto, a rentabilidade do Norte Long Bias em 2023 foi 12,49%, batendo o *benchmark* IPCA+Yield IMA-B, que subiu 10,61%, porém, ficando abaixo do Ibovespa, que rendeu 22,28%.

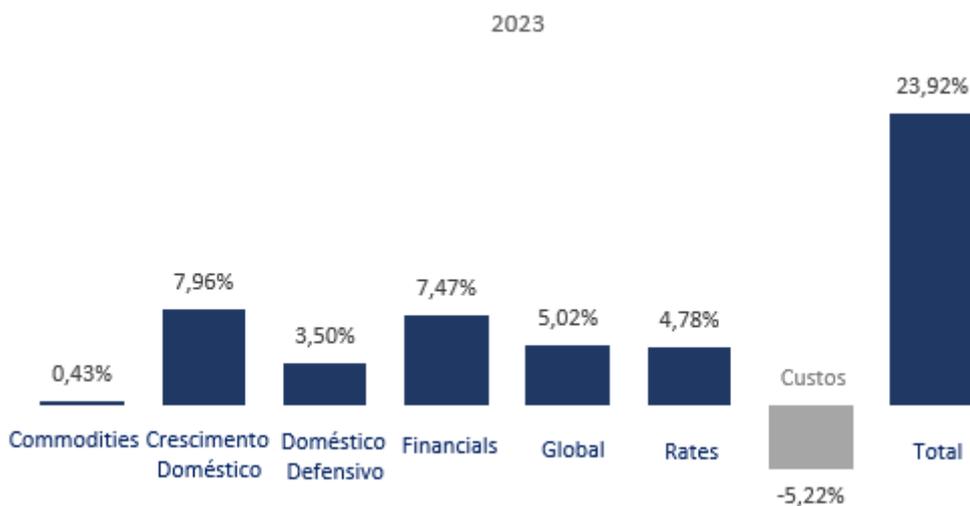
No **Anexo**, descrevemos nossos principais acertos e erros em 2023.

### Performance 2023 - Norte Long Only, Norte Previdência e Norte Institucional

Todos os nossos fundos Long Only tiveram uma performance superior ao Ibovespa no ano passado.

O Norte Long Only, Norte Previdência e Norte Institucional rentabilizaram 23,92%, 26,42% e 22,51%, respectivamente, versus 22,28% do Ibovespa e 17,12% do Índice *Small Cap*.

O gráfico a seguir, mostra a quebra setorial de rentabilidade do Norte Long Only no ano passado. Houve contribuição positiva de todos os setores, sendo que a menor contribuição de *commodities* em relação ao Ibovespa foi compensada principalmente por crescimento doméstico e *financials*.



### Retrospectiva 2023 e Perspectivas para 2024

O ano de 2023 foi marcado por uma forte queda nas taxas de inflação, tanto em países desenvolvidos quanto em países emergentes. Esse movimento de desinflação ocorreu apesar de um contexto de atividade forte e mercado de trabalho apertado, principalmente nos Estados Unidos, o que aumentou de maneira significativa a probabilidade de um pouso suave da economia americana. Nesse contexto de

queda de inflação, alguns países emergentes já iniciaram um ciclo de corte de juros, e os principais Bancos Centrais de países desenvolvidos dão sinais de já terem concluído o ciclo de alta e começam a discutir qual será o momento ideal para iniciar um ciclo de redução nas taxas básicas de juros.

Diante dessa dinâmica de desinflação, acreditamos que o Fed deva começar o ciclo de cortes de juros por volta de meados do ano, pois a queda da inflação está levando o juro real para patamares restritivos e, provavelmente, os dados de atividade devam mostrar um arrefecimento na margem, apesar de seguirem em patamares bastante positivos. Além disso, na China, as medidas de estímulos promovidas pelo governo devem possibilitar um crescimento ligeiramente abaixo de 5%, apesar das incertezas em relação ao mercado imobiliário. Essa dinâmica de corte de juros, juntamente com perspectivas de crescimento ainda favoráveis, tende a beneficiar a performance de ativos de risco.

No cenário doméstico, o ano passado começou com elevada incerteza em relação à política fiscal que seria adotada pelo governo, principalmente após o anúncio de um gasto para 2023 superior ao que vinha sendo esperado pelo mercado. No entanto, a divulgação do novo arcabouço fiscal, que mesmo não sendo considerado com o melhor desenho possível, deu diretrizes para limitação do gasto, e o claro comprometimento do Ministério da Fazenda em alcançar as metas fiscais definidas, foram fatores que contribuíram para reduzir as incertezas ao longo do ano. Além disso, os dados econômicos surpreenderam de maneira positiva, com revisões de crescimento para cima, inflação para baixo e forte crescimento da balança comercial. No início do ano, as previsões para o PIB de 2023 eram de 0,8%, fechando o ano em 2,9%. Para a inflação, as projeções de início do ano eram de 5,4% para 2023, tendo fechado o ano em 4,6%. Nos dados de setor externo, por sua vez, o desenvolvimento dos setores agrícola e de exploração de petróleo indica uma melhora estrutural da nossa balança comercial que em 2023 apresentou resultado recorde de quase 100 bilhões de dólares. Nesse contexto de melhora da inflação, o Banco Central brasileiro, que havia iniciado o ciclo de alta antes da maior parte dos demais Bancos Centrais, também foi um dos primeiros a iniciar o ciclo de cortes.

Apesar de o Copom já ter reduzido a taxa Selic em 2,5%, o nível do juro real ainda se encontra em patamar elevado, o que possibilitará que o Banco Central brasileiro continue cortando a taxa de juros até nível próximo a 9%. Esse nível de taxa terminal leva em consideração uma dinâmica benigna de inflação, mas com o Banco Central mantendo uma taxa de juros ligeiramente acima do neutro em função do risco de alguma resiliência na inflação de serviços, juntamente com as expectativas de longo prazo um pouco acima da meta e um contexto de crescimento positivo. O cenário global mencionado, juntamente com o ciclo de corte de juros pelo Banco Central e a melhora estrutural da balança comercial impactando positivamente o Real, tende a favorecer os ativos domésticos.

## ***Principais apostas estruturais da carteira Long Equities***

### **Sabesp**

Seguimos investidos em Sabesp por acreditarmos que ainda há uma assimetria de valor importante a ser capturada com o processo de privatização da empresa. A publicação da consulta pública referente ao modelo regulatório dos novos contratos de concessão, nos deixa otimistas com a possibilidade de a companhia absorver as eficiências advindas do corte de custos operacionais ao longo dos ciclos. Dessa forma, acreditamos que a Sabesp, à medida que se torne uma empresa mais eficiente, poderá negociar a um múltiplo acima de uma vez o valor da sua base de ativos, dado que o retorno sobre o capital

investido deverá ser maior que o custo de capital regulatório. Atualmente, calculamos que o valor das ações da companhia implica em um múltiplo de base de ativos mais próximo de 0,85 vezes.

### **Itaú**

Segue com uma das principais posições do fundo, por uma combinação de *valuation*, risco e excelentes perspectivas para o negócio neste ano. Por ter sido mais bem sucedido do que os competidores diretos na gestão do crédito durante a pandemia e posteriormente, o Itaú vem evoluindo cada vez mais na sua estratégia de aperfeiçoar a qualidade dos serviços e sua percepção junto aos clientes, permitindo maior *cross-sell* e uma agenda permanente de crescimento sustentável no crédito e em diferentes linhas de negócios como seguros, investimentos e adquirência. O forte investimento em tecnologia encurtou o tempo de resposta e permitiu a capacidade de atacar a concorrência de maneira mais assertiva. Essa transformação cultural tem sido feita com crescimento de lucros acima de 10%, entregando retorno sobre o patrimônio líquido em níveis acima de 20% com distribuição de dividendos crescente.

### **Eletróbrás**

Seguimos confiantes na tese de Eletróbrás por acreditarmos que há oportunidades relevantes de geração de valor na companhia no longo prazo. Os executivos da empresa privatizada seguem empenhados na agenda de corte de custos e redução dos passivos relacionados a empréstimos compulsórios. Além disso, vemos a estratégia do *management* de desinvestir de ativos não estratégicos como uma alavanca adicional de criação de valor. Por fim, calculamos que as ações da Eletróbrás possuem uma taxa de retorno real implícita de aproximadamente 14%, o que configura um prêmio considerável para as NTN-Bs.

### **XP**

O forte crescimento da migração dos recursos dos bancos incumbentes para a XP e novos entrantes perdeu velocidade durante o ciclo de aumento da taxa SELIC de 2% para 13,75%. O aumento da demanda por produtos de renda fixa permitiu aos bancos colocarem no mercado uma ampla oferta de LCI, LCA e LIG. O estoque desses produtos cresceu em torno de 460 bilhões de 2021 a 2023. O início do ciclo de corte da taxa SELIC, associado à restrição nas regras de emissão dos produtos incentivados, deve permitir que a XP ganhe competitividade na oferta de produtos e que volte a acelerar seu crescimento da base de ativos. Acreditamos que a aceleração da receita associado à uma maior austeridade em despesas, deve trazer uma importante alavancagem operacional para a companhia, que irá expandir margens e retorno.

### **Santos Brasil**

A Santos Brasil detém o principal terminal de contêineres do porto de Santos, com uma participação de cerca de 40% do volume total movimentado por ano. Historicamente, a companhia registra um crescimento da operação superior ao do PIB, e o fato de a economia brasileira ter crescido 2,9% em 2023 enquanto o Tecon Santos retraiu 6,2%, nos deixa otimistas com o potencial de crescimento de volumes para 2024. Ainda, acreditamos que a necessidade de novas estocagens de importantes cadeias de suprimento locais, impulsionarão o mix de contêineres de importação, os quais dão à Santos Brasil o direito de cobrança de serviços adicionais. Essa conjuntura, somada ao fato de o ano de 2024 ser impactado por inteiro pela nova tarifa negociada no ano passado com o principal cliente da companhia, nos deixam confiantes com a expansão do seu resultado operacional. Por fim, a Santos Brasil tem um

valor de mercado implícito de aproximadamente 7 vezes o seu EBITDA, enquanto operadores portuários globais negociam entre 10 e 11 vezes esse valor. Acreditamos que a excelência operacional do Tecon Santos deveria fazer com que a companhia reduzisse esse desconto.

### **Vibra**

Acreditamos que o setor de distribuição de combustíveis entrou num período de margens e retornos mais atrativos comparado aos últimos 3 anos. Essa melhoria irá ocorrer pelo acesso à uma molécula mais barata (seja via Petrobrás ou diesel Russo) e pela racionalidade dos principais players, que hoje focam em margens e não apenas em volume. No lado micro, vemos a Vibra substancialmente descontada comparada aos principais competidores, o que nos dá conforto de que o mercado ainda subestima a expansão das margens da companhia.

### **Suzano**

Nossa visão otimista em Suzano se dá por 3 principais motivos: (i) Suzano irá passar por um ano transformacional em 2024 com o início do projeto Cerrado, que irá adicionar aproximadamente 25% à sua capacidade com o custo mais competitivo do seu portfólio de ativos; (ii) Temos uma opinião mais otimista do que o mercado sobre a sustentabilidade de preços de celulose. Pelas nossas análises, a dinâmica de oferta e demanda será saudável para os próximos 3 anos e quaisquer novos projetos que venham a aparecer, terão preços de incentivos mais altos que no passado recente dado a inflação de custos e *capex*; (iii) Nesse cenário traçado, vemos possibilidade de a empresa gerar um rendimento do fluxo de caixa livre anual de 15%.

### **Direcional**

Assim como em 2023, em 2024 continuamos confiantes no setor imobiliário. No segmento de construtoras de baixa renda, seguimos com Direcional, empresa que tem entregado resultados acima do esperado desde que iniciamos nossa posição. Esperamos uma forte elevação da receita, considerando o crescimento dos lançamentos já realizados, impactando o lucro futuro (projetamos um crescimento de lucro acima de 30% de 2022 até 2025), combinado a um *valuation* que ainda consideramos bastante atrativo.

### **Cyrela**

No setor imobiliário de média e alta renda, beneficiário direto da queda de juros, mantemos uma posição relevante na Cyrela, empresa que vem consistentemente superando operacionalmente seus pares nesse ciclo (lançamentos cresceram 7% e vendas 12% com a margem bruta expandindo 3% em 2023), além de possuir vantagens estruturais em produtos, força de vendas e tamanho. Vemos a empresa negociando a múltiplos atrativos de *valuation*, com espaço para uma reclassificação dada a sua melhor execução, posicionamento de mercado e liquidez das ações.

### **Iguatemi**

Em *Malls*, nossa principal posição é Iguatemi, empresa de *shoppings* AAA, sustentada principalmente por um *valuation* que consideramos muito atrativo. Vemos a empresa negociando a um *cap rate* de 13% (versus transações no mercado privado com *shoppings* que consideramos menos atrativos a aproximadamente 8,5% de *cap rate*) com um portfólio premium de *shoppings*, apresentando baixa vacância (5,5% no quarto trimestre de 2023) e crescimento de venda dos lojistas acima do mercado.

## Arezzo + Soma

Arezzo continua sendo uma posição estrutural da Norte para o ano, e vemos a fusão entre ela e o Grupo Soma como transformacional. Acreditamos que a empresa combinada tem talentos únicos que serão mais bem aproveitados em conjunto e que grande parte das sinergias (*cross sell*, custos, produção) ainda não estão precificadas pelo mercado.

## Ânima

Ao longo da história, a Ânima sempre se destacou como uma empresa de educação comprometida com a qualidade do serviço, com a nobre missão de fornecer educação de excelência em larga escala. A aquisição da Laureate no final de 2019, permitiu à empresa expandir consideravelmente sua operação e base de alunos. Porém, com a pandemia, também trouxe desafios operacionais e financeiros. Foi uma "tempestade perfeita": uma integração complexa que piorou a gestão de processos e controles, durante um período de retração na demanda e aumento das taxas de juros. Após um começo de 2023 difícil, algumas trocas no *management* e maior senso de urgência no conselho de administração, a companhia terminou o ano bem diferente do que começou. O planejamento financeiro com austeridade na gestão de capital de giro, despesas e investimentos tem permitido um crescimento considerável na geração de caixa, expandindo margens nos últimos trimestres e melhorando perspectivas para 2024.

## Global

Seguimos convictos das 3 teses no setor de tecnologia, com Meta, Nvidia e Uber. Continuamos a ver na Meta uma excelente alternativa como aposta em empresa que combina valor e crescimento, após ter conseguido superar grandes problemas em 2022, endereçando corte de custos que se materializaram, além de possuir uma posição competitiva diferenciada. Já Nvidia é um dos maiores destaques senão o maior entre as principais beneficiárias do *boom* da era de Inteligência Artificial. E UBER, tem alguns diferenciais, começando pelo time de gestão que gostamos bastante, o posicionamento competitivo único com uma direção voltada para rentabilidade e geração de caixa com alavancagem operacional.

## Agradecimentos

Agradecemos a todos os clientes e parceiros pelo apoio e confiança no nosso trabalho! Chegamos até aqui por causa do apoio de vocês! Estamos apenas no começo da nossa jornada, e seguimos focados, humildes e trabalhando muito duro para honrar o capital investido nos nossos fundos, entregando uma excelente rentabilidade aos nossos investidores! Esse é o nosso Norte!

E o Norte é para cima !!

## Time Norte Asset

## ANEXO – Prestação de contas da performance de 2023 do Norte Long Bias

### MACRO

A estratégia macro contribuiu com performance positiva de 1,4%. Em um ano difícil para posições macro, com fortes mudanças de narrativa ao longo do período, conseguimos evitar perdas nessas mudanças de direção e capturar alfa em alguns momentos que vimos preços atrativos, apesar da volatilidade do mercado. No início do ano, mesmo com as incertezas em relação à postura fiscal que seria adotada pelo governo, acreditávamos que a curva de juros local apresentava prêmio relevante e que o ciclo de juros poderia ser iniciado mais rápido do que o precificado pelo mercado, caso a dinâmica fiscal não piorasse de forma relevante. Nesse sentido, obtivemos ganhos com posições tanto direcionais quanto de valor relativo que se beneficiaram do início do ciclo de queda de juros. Além disso, também tivemos ganho em posição tática que se favoreceu da alta de taxas pré-fixadas nos Estados Unidos. Com o início das notícias sobre os bancos regionais nos Estados Unidos, optamos por reduzir as posições tomadas em *Treasuries* e, após a forte queda de taxas diante do cenário adverso para os bancos regionais, voltamos a montar posições tomadas, pois acreditávamos que o movimento havia sido exagerado, principalmente após o anúncio de medidas relevantes de liquidez pelo Fed. Por último, vale mencionar a posição de valor relativo comprada em moedas de maior *carry*, Real e Peso Mexicano, e vendida no Dólar americano e no Euro. Além do diferencial de juros, o Real e o Peso Mexicano também se beneficiaram da forte melhora da balança comercial e do *nearshoring*, respectivamente.

### EQUITIES

As estratégias de *equities* contribuíram com uma performance positiva de 14% no ano passado.

A seguir, detalharemos um pouco mais, destacando os principais contribuidores positivos e negativos à performance do ano passado.

### Financials

Durante todo o ano de 2023, mantivemos uma significativa posição comprada (entre 6% e 10%) em Itaú, a qual contribuiu com 3,93% para o desempenho do fundo. Mesmo em um período de transição e ajustes, caracterizado pelo fraco crescimento do crédito em meio a alta de inadimplência no sistema, o banco registrou um desempenho sólido e superior aos seus pares, com crescimento de lucro de 16% e expansão de retorno. Como resultado, o banco inicia 2024 com inadimplência controlada e uma posição estratégica bem estabelecida para aproveitar os benefícios da reaceleração do crédito, que já está em andamento desde o final de 2023.

Como comentado na carta anual referente ao ano de 2022, Banco do Brasil era uma das nossas convicções para 2023. Destacamos à época que a nova gestão do banco seria responsável e continuaria entregando uma rentabilidade superior ao custo de capital. Isso de fato ocorreu. Houve expansão de rentabilidade, o ROE atingiu 21,6% e o banco entregou o maior retorno dentre os grandes bancos. Esta posição contribuiu com 2,82% para o fundo.

Acreditamos que o setor de aquisição possui incertezas regulatórias e dinâmica competitiva bastante volátil, por isso, investimos no setor de forma mais tática e pontual. Este ano foi um exemplo disso, visto que obtivemos ganhos significativos em posições compradas em empresas como Cielo, Stone e PagBank, as quais, combinadas, contribuíram com 1,29% para o desempenho do fundo. Grande parte do nosso resultado aqui veio no final do ano, após observarmos uma redução do risco de mudanças regulatórias, além de uma melhora expressiva na perspectiva de volume total de transações (TPV). Essa dinâmica, associada com uma estabilidade nos preços, mesmo com a queda da taxa SELIC, nos levou a adotar uma postura mais otimista em relação ao setor.

Tanto as posições compradas quanto vendidas em XP renderam 1,75% ao fundo. A XP, uma empresa de alto crescimento, vinha aumentando consistentemente sua participação de mercado no setor de investimentos. De 2018 a 2022, sua receita mais que triplicou, atingindo 14 bilhões. Durante esse período, a empresa também expandiu sua equipe, passando de um pouco mais de 1.700 funcionários para quase 7.000. No entanto, com o aumento da taxa SELIC, houve uma significativa desaceleração no crescimento da receita, destacando a necessidade de a empresa otimizar sua estrutura de custos. Montamos nossa posição comprada quando percebemos que a empresa estava redirecionando seus esforços para aumentar sua eficiência, reduzindo o número de novas iniciativas e funcionários, e concentrando-se em melhorar sua rentabilidade.

### Rates

No setor das empresas ligadas a juros, *Shopping Centers* foi um importante contribuidor em 2023 com resultado de 1,40%, principalmente via ações compradas em Iguatemi e Aliansce. O setor se mostrou mais resiliente que o varejo devido à ausência de discussões tributárias, pela boa execução operacional, e pelas empresas apresentarem um *valuation* extremamente atrativo.

Sabesp é uma posição que mantivemos no portfólio desde 2022 por acreditarmos que ainda havia uma assimetria positiva a ser capturada. A ação da companhia estava negociando a um múltiplo de aproximadamente 0,7 vezes o valor da sua base de ativos, enquanto empresas privadas do setor de energia elétrica negociam em média acima de 1,5 vezes esse valor. A ação da Sabesp deveria, portanto, convergir para um múltiplo maior em relação a base de ativos à medida que avançasse o processo de privatização, e as iniciativas de corte de custos por parte dos novos executivos da empresa comesçassem a surtir efeito. Por mais que o arcabouço regulatório tenha se tornado público apenas em 2024, a aprovação do processo de privatização na ALESP e a melhora dos resultados operacionais da Sabesp impulsionaram o papel. Essa posição rendeu 1,72% ao fundo.

O balanço energético da Eletrobrás mostrava um montante alto de energia descontratada a partir de 2024. Dessa forma, a curva futura de preços de energia era um dos fatores chave na determinação do preço da ação. Após um volume muito forte de chuvas durante o período úmido de 2023, que exerceu uma pressão baixista na curva, enxergamos a performance dos papéis da Eletrobrás como exageradamente negativa. Investimos na empresa nesse momento por acreditarmos que o preço de longo prazo implícito na avaliação das ações da companhia estava próximo do seu ponto mais baixo. Ainda, com o advento da sua privatização em junho de 2022, acreditávamos que a Eletrobrás apresentaria uma melhora gradativa nos seus resultados operacionais e em sua gestão de passivos. Essa

melhora, somada à alta gradativa da curva futura de preços de energia, impulsionou as ações, e a posição rendeu 1,25% ao fundo.

Desde o final do processo de privatização da Eletrobrás, o novo time de gestão havia deixado clara a intenção de vender as participações que a empresa possui em outras companhias do segmento. A venda da totalidade da participação acionária da Eletrobrás na Copel nos fez questionar quais outras participações minoritárias poderiam ser colocadas à venda, e naturalmente a relevância da participação acionária na ISA CTEEP a tornava uma forte candidata. Dada a potencial oferta secundária de ações, e o *valuation* elevado da empresa, negociando a uma taxa de retorno abaixo das NTN-Bs, montamos uma posição vendida na companhia. Houve o anúncio da oferta, que causou a queda das ações e o aumento expressivo de posições vendidas na empresa. No entanto, por causa de problemas na estruturação da transação, a Eletrobrás foi obrigada a postergar a venda de sua participação, causando um *short squeeze* nas ações da companhia, e em uma perda de 0,90% ao fundo.

### Commodities

O setor de *commodities* como um todo contribuiu com retorno de 1,65% no ano. O grande destaque no ano foi a posição comprada em PetroRio que resultou em um ganho de 2% para a cota. Em um ano que os papéis sofreram grande volatilidade com interferência do governo com o imposto de importação temporário, fomos felizes em identificar a alta capacidade de execução da empresa para crescer a produção nos campos de Frade e no recém adquirido Albacora Leste. Prio segue sendo uma posição importante para o fundo em 2024 dado que acreditamos que ainda vemos muito espaço para aumento de produção com o início do projeto de Wahoo e um *valuation* bastante atrativo. Do lado negativo, perdemos 1,76% com a posição em 3R impactada por um imposto de exportação temporário do governo e execução aquém do esperado pela companhia. Além disso, optamos por não ter Petrobrás no ano de 2023 com receio das mudanças implementadas pela nova gestão da empresa e o discurso negativo sobre política de preços e dividendos altos no início do governo. Essa decisão acabou se mostrando um erro.

Em Mineração e Siderurgia, a contribuição foi de 0,8%. Os grandes destaques foram (i) as posições (tanto comprada quanto vendida) em Usiminas que rendeu 0,7%; e (ii) nosso *trade* de arbitragem do desconto de *holding* Metalúrgica Gerdau (GOAU) e a Gerdau (GGBR) que rendeu 0,4%. O ganho foi explicado pelo desconto acima do histórico que a Metalúrgica Gerdau operava sem motivo aparente e foi exacerbado pela diferença relevante de pagamento de dividendos do 3º trimestre de 2023 entre GOAU e Gerdau. Do lado negativo, erramos o *timing* nas operações de CSN durante o ano, resultando em perda de 0,5%.

Por fim, em Celulose tivemos contribuição positiva de 0,5% no *trade long short* em que estávamos comprados em Suzano e vendidos em Klabin. Nossa decisão de investimento foi baseada principalmente pelo *valuation* relativo mais atrativo da Suzano, e pelo crescimento da produção em 2024 e 2025 com o projeto Cerrado.

### Crescimento Doméstico

Consumo discricionário contribuiu com rentabilidade de 2,30%, apesar das dificuldades enfrentadas pelas ações, principalmente em virtude das discussões relacionadas a Medida Provisória 1185/2023. A

referida MP trata da tributação das subvenções das empresas e afeta de maneira significativa o lucro de grande parte delas, uma vez que limita os benefícios fiscais do setor. Nesse contexto, preferimos escolher para as posições *long* as empresas que tinham benefícios fiscais mais sólidos e que não sofreriam alteração fiscal significativa com a MP. O principal destaque positivo do setor foi Mercado Livre, empresa que se encontra em nossa carteira desde a primeira cota. A companhia se consolidou como o principal *player* do *e-commerce* latino-americano, entregando ao mesmo tempo, e de forma consistente, crescimento e rentabilidade. A posição em Vivara também merece destaque. A empresa possui sua receita atrelada ao segmento de consumo de alta renda, é líder de *market share* em seu segmento e vem melhorando sua margem bruta de maneira expressiva com o crescimento da marca Life. Além disso, a empresa possui sua fábrica na Zona Franca de Manaus desde 1992, fazendo com que grande parte de seus benefícios fiscais tenham previsão constitucional.

Dois destaques negativos em varejo na nossa performance anual foram nossas posições compradas em Arezzo e Intelbras, que haviam contribuído de maneira expressiva para a performance em 2022. A Arezzo combina diversos fatores que buscamos em nossos investimentos, sempre foi uma posição *core* em nossa carteira, mas acabou sofrendo com as discussões das MP em 2023. Entretanto, continuamos acreditando nos prospectos da empresa. No caso de Intelbras, fomos acionistas da empresa desde sua abertura de capital na bolsa, admiramos a empresa e sua gestão, mas acabamos subestimando os impactos da “ressaca” nas vendas no mercado de energia solar após a lei 14.300, principalmente no início do ano. Desinvestimos da posição ainda no primeiro semestre e estamos esperando um melhor momento para voltar a comprá-la.

Em *homebuilders*, continuamos com posições compradas nas empresas que consideramos as melhores no segmento de baixa renda, Direcional e Cury. Além disso, operamos de maneira tática outras empresas de baixa renda ao longo do ano, uma vez que ainda vemos diversos ventos positivos para o setor, como o maior orçamento para o Minha Casa Minha Vida, cenário de custos controlados e mudanças positivas para o programa habitacional. Por mais que preterimos média e alta renda, possuímos uma posição importante na empresa com melhor execução, momento e liquidez no segmento que é a Cyrela. No consolidado, o setor contribuiu com 1,20% para a performance da carteira.

O setor de *Software* teve uma performance positiva expressiva em nossa carteira, apesar de ser relativamente pequena na bolsa e na composição dos índices. O *stock picking* foi essencial no setor, com a nossa posição comprada em VTEX rendendo 0,54% e Sinqia 0,85% para o resultado do fundo.

No setor de aluguel de carros, perdemos 0,60% com o investimento em Movida. O setor passava por um momento incerto devido à volatilidade dos preços de carros seminovos no mercado secundário, mas acreditávamos que a troca no comando da companhia seria positiva do ponto de vista de disciplina na alocação de capital. Além disso, enxergávamos a Movida como uma história de *turnaround* de resultados no médio prazo, e por isso montamos uma posição em um momento em que vislumbrávamos melhoras sequenciais no lucro apresentado pela locadora. Ocorreu que, por conta da piora marginal na demanda por seminovos, a conjuntura de resultados pressionados pela alta depreciação na venda de carros usados permaneceu por mais tempo, e as ações da Movida sofreram com isso. Erramos ao investir em uma companhia cujo modelo de negócio é intensivo na alocação de capital em uma janela de mercado onde as curvas de juros longas tiveram alta relevante, o que impactou ainda mais a performance negativa das ações.

Em Bens de Capital, identificamos a Embraer como um caso de conjuntura favorável, levando-se em conta que, entre as fabricantes de aviões comerciais, a companhia possuía o menor tempo de espera de entrega, o que poderia sinalizar um aumento marginal no número de pedidos. Além disso, o momento positivo do segmento de aviação executiva e a perspectiva de novas ordens no segmento de Defesa & Segurança nos deixaram otimistas. Aproveitamos um momento de realização nas ações da empresa em virtude da falta de novas ordens após o Paris Air Show, e da piora do sentimento global quanto às ações do setor aéreo (que apresentam alta correlação histórica com as ações da Embraer) para iniciarmos o investimento, em meados do ano passado. Acertamos tanto na entrada de novos pedidos na aviação comercial, assim como em uma geração de caixa acima do esperado, culminando em um ganho de 0,97% ao fundo.

### **Domésticos Defensivos**

Na área de saúde, identificamos que após 2 anos de rentabilidade baixa durante a pandemia, os primeiros 12 meses após a aprovação da fusão de Hapvida e Intermédica foram desafiadores. Para tentar evitar ruptura, 2 CEOs (um de cada empresa) traçaram um longo plano de integração que trouxe muitas incertezas em relação a qual modelo de atendimento, gestão hospitalar e governança seriam resultantes desta nova companhia. Essa situação teve seu momento mais delicado no começo do ano de 2023 após o “evento Lojas Americanas”, quando a restrição da oferta de crédito impactou a sua liquidez de curto prazo. Neste momento, com o valor de mercado extremamente depreciado, investimos na empresa. Ganhamos conforto para fazer o investimento após identificar que o modelo Hapvida, uma gestão com uma visão pragmática focada em gestão de sinistro e eficiência, seria implementada na empresa combinada sob a liderança dos executivos originários da Hapvida, os quais já estavam habituados a esse modelo de operação. A ação de fato recuperou parte da queda, fazendo com que este investimento contribuísse 1,60% para o fundo. Ainda no setor de saúde, em agosto ocorreu a conclusão do processo da OPA de *tag along* por alienação de controle da Aliança Saúde (antiga Alliar), posição que carregávamos desde 2022, e que aumentamos ao longo do tempo, chegando a ser o maior minoritário na empresa. Essa posição rendeu 1,78% à cota do fundo.

O setor de Alimentos & Bebidas teve uma contribuição negativa no consolidado para a cota no período. O principal detrator foi Minerva, que nos trouxe perdas de 1,79%. Analisávamos o ciclo brasileiro do boi como bastante positivo para empresas exportadoras dada a alta disponibilidade de gado e perspectivas positivas para demanda internacional, e Minerva seria a empresa mais bem posicionada para esse ciclo. Entretanto, a ação sofreu de maneira expressiva pela disseminação da Encefalopatia Espongiforme Bovina (EEB), popularmente conhecida como “doença da vaca louca” no primeiro semestre e pelo movimento de aquisição das plantas da Marfrig no segundo semestre, o que jogou contra nossa tese de geração de caixa e dividendos para a empresa. Do lado positivo, vale o destaque de uma posição tática em M.Dias Branco que agregou performance de 1,24%. Começamos a montar nossa posição comprada na empresa depois da divulgação de resultados do 1T2023, que resultou em uma queda de mais de 20% nas ações. A “foto” do resultado mostrava margens pressionadas pela alta de sua principal matéria prima, o trigo. Porém, com base em nossas projeções, acreditávamos que a “foto” não representava o “filme” que esperávamos para o ano. A empresa acabou entregando resultados sequenciais melhores, diminuindo sua alavancagem financeira e houve uma descompressão de margem devido à queda nos custos das principais matérias primas. Com isso, a ação performou muito bem.

## Global

Em TMT vale destacar 3 teses compradas durante o ano e que ainda são nossas grandes convicções no setor. A primeira é Meta. A despeito de todos os problemas enfrentados pela ação em 2022, analisávamos uma empresa que possuía altas oportunidades de crescimento e, sobretudo, corte de custos que se concretizaram. Atualmente vemos a empresa como um *case* que combina valor e crescimento com posição competitiva diferenciada no mercado. A segunda é NVIDIA, empresa que é uma das principais beneficiárias do boom de AI. Por final, UBER, empresa que gostamos muito da gestão, posicionamento competitivo e tem um caminho claro para rentabilidade e geração de caixa com alavancagem operacional. Em global, ainda vale mencionar a posição comprada em marcas de luxo durante o primeiro semestre na tese de resiliência da alta renda, força das marcas e volta do consumo na China. No lado negativo, nossa posição vendida em H&M acabou sendo um importante detrator de performance. No agregado, o livro contribuiu com rentabilidade de 1,46% para a carteira.

www.norteasset.com.br | Av. Brigadeiro Faria Lima, 3.015 – 11º Andar, CJ. 112 – CEP 01452-000 – São Paulo – SP

As informações contidas neste material de divulgação são de caráter exclusivamente informativo. A Norte Asset não comercializa e nem realiza a distribuição de cotas de Fundos de investimentos por isso para investir em nossos Fundos entre em contato com um distribuidor autorizado. Os investimentos em Fundos não são garantidos pelo administrador, gestor, ou qualquer outro mecanismo de seguro, ou pelo FGC – Fundo Garantidor de Crédito. Os Fundos da Norte Asset podem adotar estratégias com derivativos como parte da sua política de investimentos, que podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. A rentabilidade divulgada para nossos Fundos não é líquida de impostos e taxa de saída. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RESULTADOS FUTUROS. RECOMENDAMOS A LEITURA CUIDADOSA DO REGULAMENTO DO FUNDO, FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, E LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS, SE HOUVER ANTES DE INVESTIR. ESTE FUNDO TEM MENOS DE 12 (DOZE) MESES, PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE FUNDO(S) DE INVESTIMENTO(S), É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. É expressamente proibida a reprodução e circulação deste material, em todo ou em parte, sem a prévia autorização, por escrito, da Norte Asset, que não se responsabiliza por eventuais erros ou pelo uso das informações contidas neste material. A Norte Asset possui os seguintes canais de comunicação: tel (11) 2780-0340 ou através do site [www.norteasset.com.br](http://www.norteasset.com.br) na seção Contato. Este Fundo tem a supervisão e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), Serviço de Atendimento ao Cidadão em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)



Signatory of:

