



4^a Carta anual

Abril | 2025

Norte Asset

norteasset.com.br

 **NORTE**
asset management

Caros investidores e parceiros,

Completamos 4 anos no final de janeiro desse ano, mais um importante marco na nossa trajetória.

O ano de 2024 se mostrou ainda mais desafiador do que os anteriores! A expectativa central do mercado, assim como a nossa, era de quedas sequenciais de juros, levando a Selic para menos de dois dígitos. No entanto, durante o segundo trimestre, houve uma mudança dramática de cenário, devido à reversão do *guidance* de corte de juros do Banco Central e da desancoragem da inflação esperada pelo mercado, causados pela política fiscal expansionista do governo. Com isso, passou-se a trabalhar um ciclo de alta de juros, que teve início em setembro e que ainda não terminou. Esta reversão de expectativas, de corte para uma alta expressiva de juros, num ciclo de mais de 4 pontos percentuais, afetou em cheio o *valuation* dos ativos domésticos, tanto em Bolsa quanto em renda fixa, em virtude do aumento da taxa de desconto.

A mudança brusca das condições macro, em conjunto com o início da tributação semestral (come-cotas) dos fundos exclusivos e com o *boom* dos títulos de renda fixa incentivados, causou uma reaceleração dos resgates na indústria de fundos de renda variável e multimercados. O total de resgates no ano passado foi de R\$ 15,4 bilhões e R\$ 341,6 bilhões, respectivamente, conforme dados da Anbima. Como consequência desse cenário, o Ibovespa caiu 10,36% e o Índice *Small Cap* desmoronou 25,03%. Em contraponto, os mercados americanos tiveram uma forte performance, com o S&P subindo 23,31% e o Nasdaq avançando 28,6%. O Federal Reserve, Banco Central americano, começou seu ciclo de corte de juros em setembro, e acabou cortando a taxa básica em 1 ponto percentual até o momento, sendo que mais cortes são esperados no segundo semestre desse ano.

A falta de confiança nas políticas do governo brasileiro e as preocupações com o equilíbrio das contas públicas, fez também com que o dólar comercial disparasse mais de 27%, levando o Real a ter a pior performance em comparação com outras moedas internacionais.

Dada a conjuntura desafiadora e o baixo apetite dos investidores por produtos de renda variável, decidimos lançar nossa terceira estratégia, o Norte Equity Hedge, cujo objetivo é gerar alfa através de posições relativas em pares de ações, com um risco direcional muito pequeno e baixa volatilidade. O *benchmark* desse fundo é o CDI. Testamos esse produto por vários meses antes de lançá-lo no final de outubro de 2024. Completaremos 6 meses desse novo fundo no final de abril, quando finalmente poderemos publicar o primeiro material de divulgação com a rentabilidade acumulada do período. Até o momento, estamos cumprindo o nosso objetivo de bater o CDI, com volatilidade baixa e risco controlado.

Assim completamos a família dos nossos produtos de renda variável, sendo o Long Bias com o *benchmark* em IPCA + *yield* IMA-B, os fundos Long Only com *benchmark* Ibovespa e agora o Equity Hedge com *benchmark* CDI.

Resumo da Rentabilidade dos Fundos

Em 2024, todos os nossos fundos Long Only superaram novamente o Ibovespa, mas o fundo Long Bias teve uma performance pior que o índice e que o *benchmark*. Considerando a performance desde o início de cada um dos fundos, eles permanecem no 1º quartil da indústria.

O Norte Long Bias concluiu seus 4 primeiros anos com rentabilidade de 34,59%, versus 9,62% do Ibovespa, -31,32% do Índice *Small Cap* e 58,87% do *benchmark* (IPCA+Yield IMA-B). No ano de 2024, o Fundo retornou -13,64% contra -10,36% do Ibovespa, -25,03% do Índice *Small Cap* e 11,55% do *benchmark* (IPCA+Yield IMA-B).

Os Fundos Norte Long Only, Norte Previdência e Norte Institucional concluíram esses 42 meses com rentabilidades de 8,99%, 14,97% e 3,59%, respectivamente, período que o Ibovespa valorizou 3,56% e o Índice *Small Cap* apresentou retorno de -36,82%. No ano de 2024, a performance foi de -8,83%, -6,89% e -10,19%, respectivamente, versus -10,36% do Ibovespa e -25,03% do Índice *Small Cap*.

Cenário e perspectivas para 2025

O ano de 2025 começou com uma reversão das principais dinâmicas de mercado observadas no ano anterior. O aumento nas tarifas de importação e a maior restrição na entrada de imigrantes provocaram queda nos dados de confiança e redução nas expectativas de crescimento para os Estados Unidos. No dia 2 de abril, os Estados Unidos anunciaram um forte aumento de tarifas de importação com alíquotas diferentes por países, o que resultou em um aumento da alíquota média para patamares elevados não vistos nos últimos 100 anos. Após impactos negativos nos mercados, com queda das Bolsas e dos *Treasury Bonds*, o governo americano reduziu as tarifas para todos os países, para 10% por 90 dias, com exceção da China, com vistas a uma possível negociação.

Há uma expectativa de que esse processo de negociação ocorra, o que poderá resultar numa tarifa média inferior à do anúncio original. No entanto, a incerteza gerada, juntamente com algum aumento na tarifa média, mesmo que em níveis inferiores ao do anúncio original, tendem a ter um impacto negativo não somente no crescimento dos Estados Unidos como no dos demais países. Apesar das incertezas, a desaceleração dos Estados Unidos e a expectativa de uma expansão fiscal mais robusta tanto na China quanto na Zona do Euro, geram questionamentos sobre o excepcionalismo americano, resultando em redução do fluxo para os Estados Unidos e maior alocação nas demais regiões. Dada a alta concentração de investimentos internacionais nos Estados Unidos nos últimos anos, essa reversão do fluxo financeiro acarreta a desvalorização do dólar americano em relação às demais moedas, notadamente o Euro, o Franco suíço e o Iene.

No cenário local, a divulgação de dados de atividade um pouco mais fracos indica que o aperto de política monetária pode estar começando a ter efeitos na economia real. Nesse contexto de desaceleração de crescimento, com a perspectiva de efeitos defasados de política monetária, acreditamos que o ciclo de alta de juros se encontra próximo do fim.

Essa dinâmica de menor crescimento no curto prazo, com o encerramento do ciclo de alta de juros, seria positiva para os ativos de risco locais, pois traria o PIB para mais próximo do potencial, possibilitando melhora na inflação e queda das taxas pré-fixadas de longo prazo. Dado o nível bastante elevado do juro real, é provável o início de um ciclo de corte mais para o final deste ano ou início de 2026. Contudo, a pressão em relação à queda de popularidade do presidente Lula, tendo em vista o calendário eleitoral do próximo ano, aumenta as chances de implementação por parte do governo de medidas contracíclicas que tendem a obstruir os canais de política monetária, dificultando um ciclo de corte mais expressivo e mantendo um desequilíbrio macroeconômico com juros em patamares elevados e fiscal expansionista.

Nessa conjuntura, o processo eleitoral do próximo ano ganha uma relevância ainda maior. Os ativos de risco domésticos estão negociando com prêmios em níveis historicamente atrativos, e a expectativa de mudanças nas políticas econômicas, especialmente com a possibilidade de um governo com foco em redução de despesas e melhora do quadro fiscal, pode levar a uma valorização expressiva desses ativos.

A análise da política internacional aponta para perspectivas de alternância de poder político para governos mais de centro direita. Essa tendência vem sendo verificada em recentes eleições em diferentes países e nos processos eleitorais em curso, com a população apoiando candidatos com uma agenda mais focada em maior eficiência e controle dos gastos públicos. No Brasil, o anseio da população pelo controle da inflação, pelo aumento da segurança pública e outras pautas mais identificadas com partidos de centro direita, podem resultar em novas configurações eleitorais. Além disso, as pesquisas recentes indicam nível de aprovação do governo em patamares baixos, o que pode dificultar um processo de reeleição ou de continuidade do governo. Esse aumento de probabilidade de alternância de poder tende a impactar positivamente o preço dos ativos, o que não significa que o cenário não possa apresentar volatilidade ao longo do ano.

Concluindo, temos alguns fatores que criaram uma assimetria de risco extremamente interessante para os investidores que tem um horizonte de médio-longo prazo:

- O *valuation* atrativo do mercado de ações, bem abaixo das médias históricas, sendo que a maioria das companhias fez a lição de casa e desalavancou nos últimos anos, o que possibilitou um aumento nos *buybacks* e diminuição do *free float* das mesmas;
- Um gatilho político eleitoral a ocorrer no ano que vem, mas que tende a ser antecipado pelo mercado, e que pode resultar em uma acentuada melhora da percepção e da confiança em relação ao cenário econômico prospectivo;
- A posição técnica atual do mercado de ações extremamente favorável, dada a baixíssima alocação em Bolsa das carteiras, nas mínimas históricas;
- A reversão da excepcionalidade americana, com um deslocamento parcial de fluxo de investidores para outros mercados. Há uma visão de que países como o Brasil saíram relativamente favorecidos no contexto da guerra tarifária atual.

Com isso, há inúmeras oportunidades interessantes no mercado acionário brasileiro nesse momento.

Nas páginas a seguir, destacaremos algumas das nossas principais posições para navegar bem no cenário atual.

Principais apostas estruturais da carteira Long Equities

Sabesp

A Sabesp é uma das maiores empresas de saneamento do mundo com uma estrutura de governança e modelo regulatório robustos. Nossa tese de investimentos é baseada em crescimento orgânico (universalização dos serviços de saneamento no Estado de São Paulo), eficiência operacional (regulação permite alavancar otimização do *opex*), estruturas de capital mais eficientes (potencial para maiores distribuições aos acionistas) e crescimento inorgânico (projetos futuros de saneamento em outros estados e na Universaliza2 no estado de São Paulo).

Para a universalização dos serviços de saneamento no Estado de São Paulo, são necessários por volta de R\$ 70 bi de investimentos até 2029 (R\$ 14 bi por ano), sendo que a base de ativos regulatórios da companhia em 2024 era de aproximadamente R\$ 82 bi, ou seja, a empresa teria que crescer de forma relevante para atingir os seus objetivos.

Com relação ao plano de eficiência operacional, acreditamos que a Equatorial apresenta um forte histórico de redução de PMSO nas privatizações das concessões de distribuição de energia elétrica que pode ser amplamente implantado na empresa. Existe um espaço relevante para redução do *opex* na Sabesp quando olhamos *opex* por unidade consumidora e principalmente despesas de pessoal por empregado.

Quanto à otimização da estrutura de capital, a baixa alavancagem combinada com a alta geração de caixa (mesmo com *capex* relevante mencionado acima) e com baixo *payout* histórico (~25%) abre espaço para maiores distribuições aos acionistas em um horizonte de médio prazo.

Para concluir, negociando a 1x a base de ativos e vislumbrando retornos acima do custo de capital regulatório, acreditamos que a empresa possa negociar razoavelmente acima de 1x RAB, lembrando que a RAB deve crescer por volta de 14-15% ao ano nos próximos 5 anos.

Copel

A Copel é uma das maiores companhias elétricas do Brasil atuando nas áreas de geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia. Em 2023, a empresa passou a ser uma *corporation* (capital disperso e sem acionista controlador) mediante oferta pública de ações. Desde então, a Copel passou por uma transformação com a renovação das concessões das suas 3 maiores usinas por mais 30 anos, investimentos recordes em linhas e subestações e execução de um amplo plano de eficiência operacional.

Esperamos que a Copel continue melhorando as suas operações através de corte de custos e otimizações da estrutura de capital. Além disso, na ausência de novas oportunidades de crescimento, vemos um espaço importante para maiores pagamentos de dividendos, especialmente após a revisão tarifária da Copel Distribuição em 2026. Em termos de *valuation*, a empresa continua barata, negociando com uma TIR real de 11%.

Equatorial

O Grupo Equatorial é uma holding brasileira do setor de *utilities*, sendo o 3º maior grupo de distribuição do país em número de clientes e operando atualmente 7 concessionárias nos estados do Rio Grande do Sul, Goiás, Alagoas, Piauí, Maranhão, Pará e Amapá. A companhia também atua no setor de saneamento, através da CSA no Amapá e da Sabesp em São Paulo, e no setor de geração através da Echoenergia.

Em abril deste ano, a Equatorial anunciou a venda de 100% dos ativos de transmissão para o fundo de pensão canadense CDPQ por um *Enterprise Value* de R\$ 9,4 bi e um *Equity Value* de R\$ 5,2 bi, concluindo um ciclo de investimentos muito bem-sucedido, alcançando uma TIR em termos reais acima de 36%.

Os eventos recentes de aquisição de ações da Sabesp a preços bem abaixo do mercado e a alienação de ativos de transmissão com altos retornos, reafirmam a capacidade da empresa de alocar capital e entregar na execução. Com a redução na alavancagem e o fortalecimento da sua posição financeira, vemos um movimento estratégico abrindo espaço para investimentos nos caminhos de crescimento da empresa sem diluição dos acionistas atuais. Negociando a uma TIR de ~12% em termos reais, e dado que consideramos a Equatorial como uma das melhores alocadoras de capital no setor, mantemos uma posição importante na nossa carteira.

Tim e Vivo

O setor de telecomunicações no Brasil passou por uma consolidação relevante nos últimos anos. Em 2019 a Nextel foi vendida para a Claro. Em 2020 a Oi Móvel foi vendida para a Claro, Tim e Vivo. Atualmente, os principais grupos de telecom no Brasil são Claro e Vivo, atuando em todos os segmentos (fixo, móvel, banda larga e tv por assinatura) e Tim atuando em móvel e banda larga.

Desde esse movimento de consolidação, temos observado um mercado muito mais racional em termos de precificação. A receita total do setor cresceu acima da inflação desde 2022 e as empresas conseguiram manter as margens relativamente estáveis. Quando olhamos o *capex*, temos visto números estáveis, o que representa uma redução do *capex*/receita, uma combinação poderosa para a geração de caixa e distribuição de capital para os acionistas através de dividendos e recompras.

Olhando para frente, acreditamos que essa tendência de racionalidade e alta geração de caixa serão mantidas. Tanto Tim quanto Vivo negociam levemente abaixo dos múltiplos históricos em termos de *EV/EBITDA*, mas com a expectativa de dividendos altos e crescentes ao longo dos próximos anos.

Itaú

O sistema financeiro brasileiro vive o fim da expansão de um de seus mais curtos ciclos de crédito. Depois da aceleração da carteira de crédito no pós-pandemia, seguida pela desaceleração em 2023, vimos a retomada do crescimento em 2024, porém, à medida em que o ambiente macroeconômico ficou mais adverso com a escalada da taxa de juros, ficou evidente um ponto de inflexão nesta trajetória entre 2024 e 2025. Neste cenário, os bancos buscam carteiras mais seguras, evitando linhas arriscadas como o crédito não colateralizado, o público de baixa renda e as micro e pequenas empresas.

Além disso, a oferta do novo consignado privado, lançado pelo governo federal no primeiro trimestre de 2025, apresenta-se como oportunidade e alavanca importante para o sistema. Estimativas indicam que essa carteira pode atingir um valor de R\$ 120 bi, três vezes maior do que a carteira atual de consignado privado (FGTS). É importante observar que esse crescimento ocorre com a migração do crédito *clean* para essa nova linha de concessão. Assim, bancos menos expostos ao crédito não colateralizado têm menos risco de sofrer com a canibalização no curto prazo.

Diante deste cenário, seguimos animados com a ideia de que o Itaú se consolidou como *player* de qualidade no sistema financeiro brasileiro e reúne as características necessárias para navegar nesse novo ciclo de crédito. O banco construiu uma franquia capaz de atender ao público de alta renda e se posicionou bem nos estratos superiores do segmento PME. Embora o *guidance* de crescimento de carteira entre 4,5% e 8,5% pareça conservador, o banco está nos melhores níveis históricos de *asset quality* e tem entregado crescimento constante de margem ajustada ao risco. Além disso, a pouca exposição ao crédito pessoal *clean* oferece oportunidades de expansão no novo consignado privado. Assim, vemos espaço para ROE entre 21% e 22% em 2025, o que indica que o atual *valuation* de 1,5x P/B e de 7,2 P/E contém espaço significativo para *upside*. Além disso, o *dividend yield* de 10%, fortalecido pela constância da companhia em entregar dividendos adicionais, completa o quadro otimista para um *total return* elevado.

Direcional

O programa Minha Casa Minha Vida (MCMV) segue como um motor relevante para o setor imobiliário brasileiro, dada a persistência do déficit habitacional e o foco do governo em solucionar esse problema. O programa, criado em 2009, facilita o acesso à moradia para famílias de baixa e média renda através de subsídios e financiamentos. Desde 2009, entregou mais de 6 milhões de unidades, com investimentos significativos por parte do governo federal. Vale ressaltar que além do apelo social, o programa também é considerado pelas construtoras como medida anticíclica.

O MCMV opera em três faixas de renda, com a Faixa 1 oferecendo subsídios elevados (custeados pelo Tesouro e sujeitos a volatilidade orçamentária), a Faixa 2 utilizando recursos do FGTS com subsídios menores e a Faixa 3 sem subsídios diretos apenas taxas de juros reduzidas. O governo busca aprimorar o programa com novas propostas, incluindo a elevação dos limites de renda para as faixas 1 e 2, maior *funding* para a Faixa 3 (Fundo Social do Pré-Sal) e a eventual criação da Faixa 4 para famílias de rendas mais altas.

Dado este contexto, mantemos nossa visão positiva de longo prazo na Direcional, focada no MCMV. A empresa tem apresentado resultados surpreendentes, com uma estratégia de aumento da velocidade de vendas (VSO) impactando positivamente a geração de caixa e acelerando o retorno ao acionista. Na comparação ano contra ano de 2024, a Direcional registrou um crescimento expressivo na receita líquida (+42%), lucro bruto (+51%) e VSO (impressionantes +14 p.p. para 58%). Para frente, projetamos uma continuação no crescimento da receita, com o lucro bruto crescendo acima de 25% de 2024 até 2027 e a manutenção da VSO nesses níveis mais elevados.

Recentemente, a empresa entrou em um acordo para vender entre 7,5% até 15% da Riva, sua subsidiária de média renda (~40% dos lançamentos), por R\$ 200 até R\$ 398 milhões para a Riza Asset Management,

o que favorece ainda mais a perspectiva de dividendos de curto prazo da empresa. Em termos de *valuation*, a empresa negocia a múltiplos atrativos (7,3x P/E 2025E e 2,9x P/B vs. 3,5x considerado justo no *Gordon Growth Model*). Adicionalmente, possui um programa de recompra de ações e expectativa de dividendos robustos para 2025 (yield de 15,1%).

Cyrela

Continuamos acionistas da Cyrela, líder no segmento de média e alta renda, que tem demonstrado resiliência e entregado resultados sólidos apesar do cenário macroeconômico. Atribuimos esse desempenho à qualidade e inovação dos produtos, experiência de compra, escala de operações e time de gestão experiente. Vemos a Cyrela como a melhor opção no setor, com um *valuation* interessante (4,7x P/E 25e e 1,0x P/B vs. 1,3x considerado justo no *Gordon Growth Model*) e grande potencial de valorização, principalmente em um cenário de queda de taxa de juros.

JBS

Seguimos positivos com JBS, empresa que é referência em execução no setor de proteínas, com uma operação diversificada por tipo de proteína e em geografia. Acreditamos que a empresa continua muito bem-posicionada para continuar liderando a consolidação do setor globalmente. Operacionalmente, os *spreads* das principais proteínas seguem sólidos, com exceção da carne bovina nos EUA, e a perspectiva é de manutenção do momento positivo em 2025, sustentada por uma combinação de demanda global robusta, oferta restrita (especialmente no frango) e custos de insumos sob controle, o que deve se traduzir em resultados acima do esperado para o ano. Além do fundamento sólido, um potencial catalisador adicional é a possível aprovação da listagem de ações nos EUA. Essa listagem pode destravar valor ao ampliar o acesso a investidores globais e reduzir o custo de capital. Atualmente, a JBS negocia a aproximadamente 4,9x EV/Ebitda contra uma média de 8x de seus pares internacionais (Pilgrim's Pride, Tyson Foods e Hormel Foods), sendo que 80% do *business* da empresa é hoje nos Estados Unidos. Acreditamos que pós listagem na bolsa norte americana, esse desconto deva fechar.

Vibra Energia

Em um cenário de alta volatilidade nos preços internacionais do petróleo, o setor de distribuição de combustíveis se destaca como alternativa defensiva. A oscilação das margens de distribuição (EBITDA/m³) nos últimos anos induziu o mercado a adotar uma posição excessivamente tática, gerando dúvidas sobre o nível de rentabilidade estrutural do segmento. No entanto, nós entendemos que o forte patamar de rentabilidade apresentado pela Vibra nos últimos 2 anos, é resultado de mudanças estruturais.

1. A estratégia de preços da Petrobras — que tem como objetivo manter os preços domésticos de combustíveis em linha ou ligeiramente abaixo da paridade de importação — reduz as janelas de arbitragem de importação e favorece as grandes distribuidoras na preservação de suas margens.

2. O combate às ilegalidades do setor tem ganhado força na esfera política e jurídica. Ainda que por enquanto não seja possível ver o efeito no mercado, o endurecimento do arcabouço regulatório e fiscal – exemplificado pela adoção da tributação monofásica do etanol hidratado a partir de 1º de maio, legislação mais dura com CBIOS e pelo reforço na fiscalização da mistura de biodiesel – deverá limitar as práticas ilegais, nivelando a competição no setor e conseqüentemente trazendo ganho de *market share* para a Vibra.

Nessa conjuntura, Vibra nos parece um bom investimento para 2025. A companhia negocia a 9x P/E, múltiplo que nos parece pouco exigente à luz de sua robusta geração de caixa. Além disso, acreditamos que a integração da Comerc permanece sendo mal precificada pelo mercado, possibilitando potencial elevação do múltiplo apresentado.

Agradecimentos

Sabemos que 2024 foi um ano abaixo da expectativa em performance, mas que nos trouxe um aprendizado valioso em termos de gestão de recursos e avaliação de riscos.

Agradecemos toda confiança depositada em nosso time e seguimos comprometidos em direção ao nosso **NORTE**, que é entregar resultados de longo prazo, honrando a confiança depositada em nós pelos nossos investidores e parceiros.

O Norte é para cima !!

Time Norte Asset

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 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



Signatory of:

