



5^a Carta anual Março | 2026

Norte Asset

norteasset.com.br



Caros investidores e parceiros,

Encerramos janeiro de 2026 com um marco relevante em nossa trajetória: 5 anos completos desde a cota 1!

Este momento nos convida não apenas à celebração, mas, principalmente, à reflexão sobre nossa evolução, disciplina de processo e consistência de resultados ao longo desse período.

Seguimos comprometidos com o aprimoramento contínuo de nosso processo de análise e tomada de decisão. Em um ambiente mais desafiador para gestoras focadas em renda variável, realizamos ajustes importantes, incluindo a adequação do time, sempre com foco em eficiência e preservação da qualidade da gestão. Ainda assim, demonstramos resiliência, lançamos um novo produto e entregamos, em 2025, o melhor desempenho anual de nossa história em todas as estratégias, superando de forma relevante seus respectivos *benchmarks* e nos posicionando no primeiro quartil da indústria.

Mesmo diante de um cenário de resgates na indústria, registramos captação líquida positiva nas estratégias *Long Only* e *Equity Hedge* — esta última iniciada em 31 de outubro de 2024 — ambas ultrapassando a marca de R\$ 100 milhões sob gestão.

Como de costume em nossas cartas, além da análise consolidada dos últimos cinco anos, entendemos ser fundamental apresentar uma prestação de contas detalhada do ano de 2025, abordando as principais fontes de performance de cada estratégia.

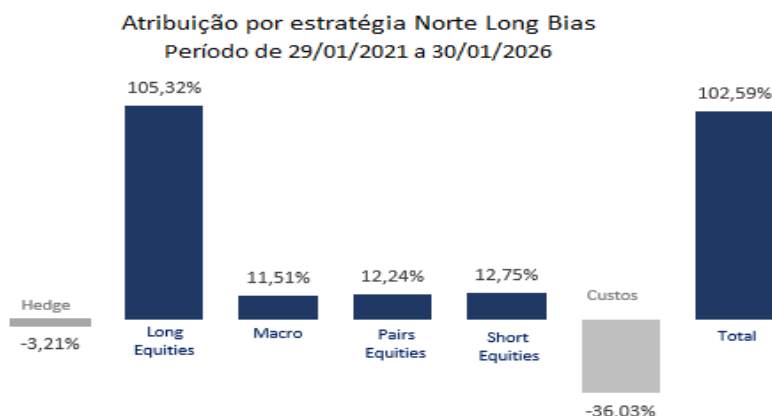
Na sequência, traremos nossa leitura do cenário macroeconômico atual, as perspectivas para 2026 e uma discussão sobre nossas principais teses e posicionamentos para o período à frente.

Performance 5 anos - Norte Long Bias

É com grande satisfação que destacamos que, ao completar cinco anos de história, mais do que dobramos o capital inicial dos investidores da cota 1 do Norte Long Bias. No período, o fundo acumulou rentabilidade de 102,59%, comparativamente a 57,62% do Ibovespa e 78,81% do IPCA + Yield IMA-B.

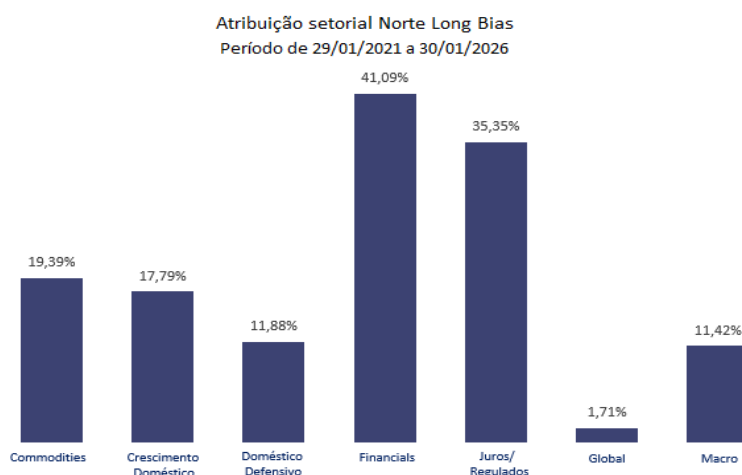
Para além do retorno absoluto, analisamos o desempenho do fundo sob diferentes perspectivas, incluindo a contribuição por estratégia, o *capture ratio*, a relação risco-retorno frente à indústria e aos principais índices de ações, bem como a correlação da cota com o Ibovespa e o índice de *Small Caps*.

O gráfico a seguir apresenta a atribuição de performance por estratégia ao longo desses cinco anos:

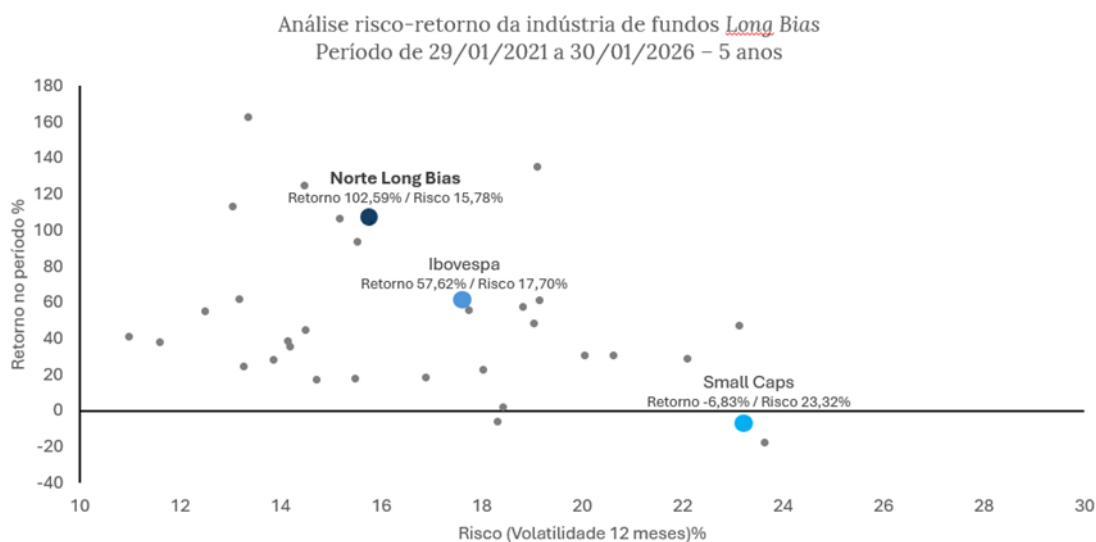


Observamos no gráfico que todas as principais estratégias contribuíram positivamente para o resultado do fundo, tanto no *book long* quanto no *short*, além das alocações macro, pares relativos *long short* e arbitragens. A estratégia de *hedge*, por sua natureza, tem como objetivo a proteção do portfólio em momentos adversos de mercado — funcionando como um seguro — e, conforme esperado, apresentou contribuição levemente negativa no período.

Importante destacar que o retorno foi obtido de forma consistente e diversificada entre todos os setores da cobertura, o que corrobora o estilo de gestão da Norte Asset de não concentrar suas apostas, buscar explorar uma gama ampla de teses de investimentos para alocar o capital dos nossos cotistas, conforme ilustrado no gráfico a seguir:



Outro ponto relevante é a análise da relação risco-retorno, medida pela volatilidade anual da cota em relação à performance do fundo, quando comparada aos pares da indústria e aos índices de mercado.



Como ilustrado no gráfico, o Norte *Long Bias* se posiciona no quadrante superior esquerdo, combinando maior rentabilidade com menor volatilidade no período analisado — um indicativo consistente da eficiência na gestão de risco.

Complementamos essa análise com as tabelas de correlação em relação ao Ibovespa e ao índice de *Small Caps*, bem como com o *capture ratio*, que indica quanto o fundo captura das altas e protege nas quedas do Ibovespa ao longo do período.

CORRELAÇÕES		
IBOVESPA	SMALL CAP	CAPTURE RATIO
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,91	0,83	1,61
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,88	0,92	1,38
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,87	0,91	1,33
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,87	0,90	1,27
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,87	0,90	NORTE LONG BIAS 1,23
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,87	0,90	1,20
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,85	0,89	1,19
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,85	0,89	1,18
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,83	0,88	1,13
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,83	0,88	1,12
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,82	0,88	1,07
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,82	0,88	1,07
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,81	0,87	1,06
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,81	0,87	1,04
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,81	0,86	1,04
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,80	0,86	1,02
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,80	0,85	0,99
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,80	0,85	0,98
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,79	0,84	0,97
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,78	0,84	0,97
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,78	0,83	0,95
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,78	0,81	0,95
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,77	0,80	0,94
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,77	0,79	0,94
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,75	0,78	0,94
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,75	0,78	0,93
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,73	0,77	0,92
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,72	0,77	0,92
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,71	0,74	0,86
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,69	0,73	0,80
ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)	ALCANTARA (ALC11)
0,64	0,63	0,79
NORTE LONG BIAS 0,74	NORTE LONG BIAS 0,78	

A análise das tabelas comparativas reforça que o Norte Long Bias se posiciona entre os fundos de menor correlação com os índices Ibovespa e *Small Caps*, ao mesmo tempo em que apresenta um dos maiores *capture ratios* da indústria.

Em síntese, ao longo desses cinco anos, o Norte Long Bias se destacou com uma das maiores rentabilidades de sua categoria, posicionando-se no primeiro quartil da indústria. Esse desempenho foi construído de forma diversificada entre as diferentes estratégias e setores, com elevado *capture ratio*, baixa correlação com os índices de mercado e volatilidade inferior à média da indústria e do próprio Ibovespa.

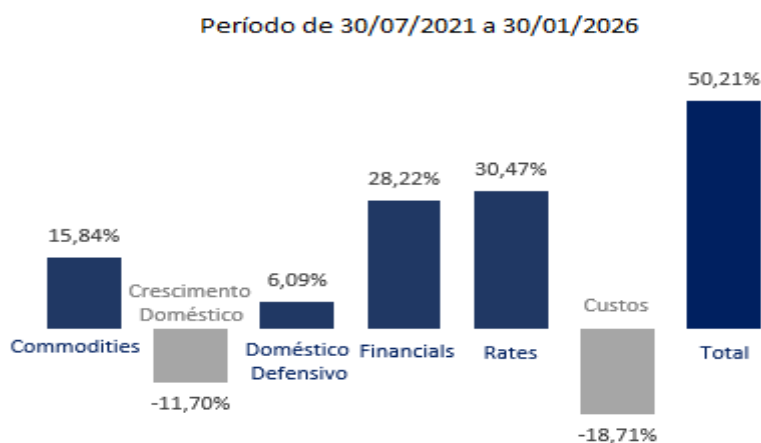
Performance 4,5 anos - Norte Long Only e Norte Previdência

Nossos fundos Long Only seguem apresentando desempenho consistente, mantendo-se no primeiro quartil da indústria e superando o Ibovespa no período analisado. Em 54 meses, o Norte Long Only e o Norte Previdência acumularam rentabilidades de 50,21% e 69,86%, respectivamente, frente a 48,90% do Ibovespa e -14,28% do índice *Small Caps*.

As estratégias Long Only mantêm a alocação micro e setorial do Norte Long Bias, com a diferença de não utilizarem estratégias de venda (*short*), pares ou posições macro. O Norte Long Only também não possui exposição direta ao mercado *offshore*, sendo essa realizada exclusivamente por meio de BDRs.

Adicionalmente, consideramos a composição do Ibovespa — especialmente sua elevada concentração em *commodities* e instituições financeiras — como referência para ajustes relativos na construção do portfólio, buscando maior equilíbrio e diversificação das fontes de retorno.

O gráfico a seguir apresenta a atribuição de performance setorial do Norte Long Only ao longo do período.



A partir do gráfico, observamos que os grandes contribuidores da nossa performance foram os setores de *utilities* e financeiro, exatamente os que compuseram o *core* do nosso *portfólio* no período, com posições como Sabesp, Copel, Axia (Eletrobrás), Itaú Unibanco e BTG Pactual. O principal detrator de performance foi o setor de crescimento doméstico, o segmento mais impactado pelo ciclo de alta de juros iniciado em meados de 2021, sendo também o principal responsável pelo desempenho negativo do índice de *Small Caps* no período.

Performance 2025 - Long Bias e Long Only

Após um final de 2024 bastante adverso para os ativos de risco domésticos, com forte queda do Ibovespa e depreciação do Real, além de uma curva de juros precificando taxa terminal acima de 16,5%, o ano de 2025 teve início com algum alívio, refletido em uma recuperação parcial dos níveis anteriormente estressados dos ativos brasileiros.

No cenário internacional, a posse de Donald Trump em janeiro, seguida pelo anúncio de tarifas comerciais no início de abril e pela intensificação das tensões geopolíticas, desencadeou um movimento de realocação dos portfólios globais, até então bastante concentrados nos Estados Unidos. Esse fluxo contribuiu para o enfraquecimento do dólar e para o fortalecimento de moedas de países emergentes, com destaque para o Real, beneficiado por seu elevado diferencial de juros (*carry*).

Esse movimento também se refletiu na Bolsa brasileira, que partia de níveis de *valuation* bastante deprimidos. A combinação de política monetária contracionista — com juros reais elevados — e apreciação cambial contribuiu para revisões baixistas relevantes das expectativas de inflação ao longo do ano, gradualmente convergindo para o intervalo da meta estabelecida pelo Banco Central.

Paralelamente, a manutenção de uma política fiscal expansionista levou a revisões marginais positivas para o crescimento do PIB ao longo do período.

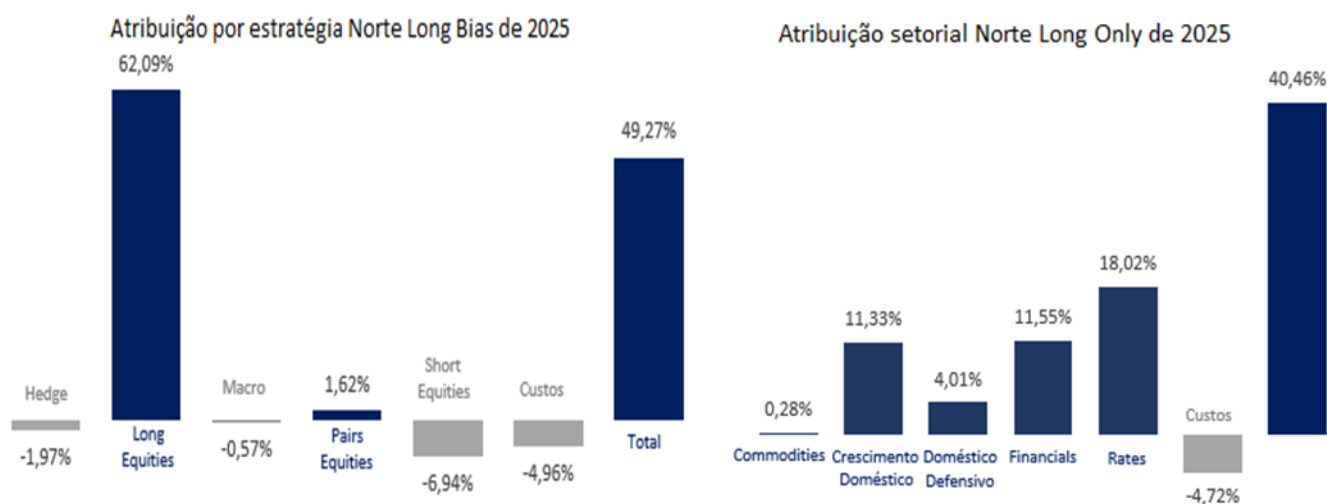
Diante desse cenário, que passou a se tornar mais construtivo já a partir do primeiro trimestre, iniciamos um processo gradual de aumento de risco nas carteiras, elevando a exposição líquida comprada e o beta dos portfólios. Esse movimento foi intensificado ao longo do segundo trimestre. No

segundo semestre, realizamos ajustes táticos, com recalibração de risco e mudanças na alocação micro e setorial, refletindo diferenças nas perspectivas entre empresas e setores.

Como resultado desse processo disciplinado de análise e execução, conseguimos superar de forma consistente os principais *benchmarks*, tanto no Norte *Long Bias* quanto nas estratégias *Long Only*.

O Norte *Long Bias* apresentou rentabilidade de 49,27% em 2025, comparado a 33,95% do Ibovespa e 12,36% do IPCA + Yield IMA-B. Já o Norte *Long Only* e o Norte Previdência registraram retornos de 40,46% e 42,82%, respectivamente, também acima dos 33,95% do Ibovespa no período.

Os gráficos a seguir ilustram a atribuição de performance por estratégia no Norte *Long Bias*, bem como a composição setorial dos resultados no Norte *Long Only*.



Performance 2025 - Equity Hedge

O Norte *Equity Hedge* completou, ao final de 2025, seu primeiro ano calendário fechado, apresentando um desempenho bastante positivo e acima das expectativas iniciais.

O objetivo da estratégia é gerar retornos consistentes com um alfa entre 4% e 5% ao ano, aliado a uma volatilidade próxima a 4%, o que implica em um índice *Sharpe* próximo a 1 ao longo do tempo.

Em 2025, o fundo entregou rentabilidade de 21,98%, frente a um CDI de 14,32%, equivalente a 153,5% do CDI, ou um alfa de 7,66%. No mesmo período, apresentou volatilidade anualizada de 2,98%, resultando em um índice *Sharpe* de 2,57.

Em termos de consistência, a pior performance mensal foi equivalente a 90% do CDI, observada nos meses de março e abril, enquanto os melhores resultados foram registrados em maio e dezembro, com retornos de 250% e 240% do CDI, respectivamente. Dada a baixa exposição direcional média, próxima a 3% ao longo do ano, o fundo manteve correlação reduzida com o mercado acionário, da ordem de 0,22.

Do ponto de vista de construção de portfólio, temos uma grande diversificação de pares e mantemos disciplina rigorosa de risco, com exposição máxima de 3% por ativo nos pares. A estratégia não consiste em posições direcionais contra índices, mas sim em um portfólio estruturado majoritariamente por pares intrassetoriais, buscando capturar ineficiências relativas entre ativos correlacionados.

A composição da carteira difere substancialmente das demais estratégias da casa, dado que a montagem dos pares exige a identificação de ativos com alta correlação. Quando não encontramos oportunidades adequadas, optamos por não alocar, preservando a consistência do perfil de risco do produto.

Naturalmente, não esperamos que o nível excepcional de *Sharpe* observado neste primeiro ano seja recorrente ao longo do tempo. Ainda assim, seguimos confiantes de que a estratégia tem potencial para entregar retornos positivos ajustados ao risco de forma consistente.

Em síntese, entendemos que o produto está bem estruturado para performar em diferentes cenários de mercado, tanto em ambientes de alta quanto de queda, mantendo baixa correlação com ativos direcionais e um controle de risco bastante rigoroso.

Principais destaques de 2025

Ao longo de 2025, diversas teses contribuíram de forma relevante para a performance dos fundos, refletindo nossa abordagem disciplinada de análise fundamentalista aliada à leitura de cenário macroeconômico. Abaixo, destacamos alguns dos principais *cases* do período:

Sabesp

Nossa tese em Sabesp sempre esteve fundamentada nos benefícios advindos da privatização e de uma gestão mais eficiente da empresa. Iniciamos a posição há vários anos com a convicção de que o processo não apenas reduziria o risco político, mas também promoveria uma mudança estrutural no modelo de negócios, com maior foco em investimentos e retorno sobre capital.

Ao longo de 2025, essa transição se materializou por meio de maior previsibilidade regulatória e maior disciplina em investimentos e despesas operacionais, resultando em uma compressão relevante do desconto histórico. O ativo valia aproximadamente 0,85x a base de ativos regulatórios, com desconto significativo frente a pares privados negociando próximos de 1,5x. Parte desse *gap* foi fechado ao longo do ano, embora ainda enxerguemos espaço adicional à medida que a companhia entregue maior consistência de retorno sobre o capital investido e reduza a percepção de risco. Sabesp fechou o ano de 2025 negociando a 1,2x a base de ativos.

Copasa

O ativo começou 2025 negociando a 0,8x a base de ativos regulatórios e pagando por volta de 10% de dividendos ao ano, o que limitava bastante o risco de queda em um cenário sem mudanças estruturais. Ao longo do ano, fizemos uma posição na empresa quando identificamos a melhora do ambiente político que permitiria o avanço das mudanças na constituição de Minas Gerais em prol da privatização da empresa, assim como melhorias regulatórias relevantes por parte da agência reguladora estatal, de forma a valorizar a companhia e obter mais recursos para o Estado. Essa vontade política do governo foi devida aos benefícios advindos da inclusão da Copasa no Propag – Programa de pagamento de dívidas dos Estados para com a União, com a redução expressiva dos juros e extensão do prazo de pagamentos, ou seja, um refinanciamento com termos muito atrativos, que só seria possível com essa inclusão.

Axia

No caso de Axia, nossa principal leitura ao longo de 2025 foi a transição de uma tese de reestruturação para uma tese de alocação de capital. Após a privatização, o mercado ainda carregava incertezas quanto à execução e disciplina financeira.

Nossa convicção era de que a geração de valor viria da capacidade de otimizar os ativos existentes, se desfazer de ativos *non core* (Eletronuclear) e evitar destruição de valor em novos projetos. Ao longo do ano, observamos avanços claros nessa direção, com racionalização de investimentos e maior foco em retorno. A evolução dos preços de energia também contribuiu de forma relevante para a reprecificação do ativo.

Vale

A Vale foi nossa aposta mais relevante em *commodities* numa junção de temas com os quais ficamos mais animados durante o ano. A decisão central do nosso *call* foi identificar que as expectativas negativas quanto ao preço do minério de ferro não se sustentariam, mantendo-o mais alto por mais tempo.

Ao contrário da narrativa dominante, a queda de atividade no setor imobiliário chinês não reduziu de maneira expressiva a demanda total por minério. A China compensou parte dessa retração com fortes exportações de aço e um consumo doméstico resiliente em setores como infraestrutura, automotivo e bens industriais. Pelo lado da oferta, o mercado subestimou as dificuldades operacionais de grandes projetos, como o de Simandou, que enfrentou gargalos de infraestrutura, mão de obra e um regime de chuvas muito acima da média. Embora a dinâmica chinesa seja complexa, é fato que a resiliência dos preços tem sistematicamente desafiado o ceticismo do consenso nos últimos anos.

No aspecto micro, a evolução consistente da Vale em métricas de sustentabilidade e governança permitiu o retorno de fundos estrangeiros restritos a critérios ESG, o que ampliou consideravelmente a base de compradores e aumentou a liquidez das ações. Além disso, enquanto as grandes mineradoras da Austrália enfrentaram um período conturbado, com trocas de *management* e uma alocação de capital mais agressiva, a Vale seguiu o caminho inverso. A companhia apresentou um momento operacional robusto e manteve uma disciplina rigorosa na alocação de capital, destacando-se como o porto seguro do setor em 2025.

Houve também uma melhora significativa na precificação da divisão de metais básicos, segmento que historicamente era menosprezado pelo mercado, mas que ganhou relevância estratégica. Com isso, observamos uma compressão do desconto da Vale em relação às suas competidoras australianas. Como o enfraquecimento do dólar favoreceu as *commodities* de forma ampla, e a Vale havia iniciado o ano como um ativo com pouca alocação nos portfolios dos investidores, criando uma posição técnica favorável, essa mudança de percepção sobre o minério e a empresa acabaram impulsionando o papel ao longo do ano.

Distribuição de Combustíveis

A tese de distribuição de combustíveis se baseou no reconhecimento de mudanças estruturais na cadeia de suprimentos da indústria, bem como no endurecimento da postura dos agentes legais frente à ilegalidade que historicamente assola o setor.

Como mencionamos em nossa carta anterior, a política de preços da Petrobrás reduziu as janelas de arbitragem de importação. Isso favoreceu as grandes distribuidoras, garantindo volumes mais recorrentes e preços previsíveis na ponta, o que se confirmou ao longo de 2025 com a menor volatilidade do mercado doméstico. Fomos positivamente surpreendidos pela tração das medidas jurídicas e políticas iniciadas em anos anteriores. Um marco decisivo foi a "Operação Carbono Oculto" em agosto, que desmantelou esquemas de fraude e lavagem de dinheiro no setor, beneficiando diretamente os *players* que operam em conformidade com a lei.

Como reflexo, vimos Vibra e Ultra serem reprecificadas com múltiplos cerca de 20% superiores aos do início de 2025, à medida que o mercado passou a projetar ganhos estruturais de margem e *market share*. Iniciamos o ano com preferência pela Vibra, devido ao seu *valuation* mais atrativo e exposição direta à tese. No entanto, realizamos movimentações táticas durante o período, trocando nossa posição por Ultrapar. Identificamos uma assimetria após o mercado exagerar nos riscos legislativos associados à Ultragaz, o que nos ofereceu um ponto de entrada com margem de segurança superior

Itaú Unibanco

Nossa tese em Itaú esteve baseada na avaliação de que o banco é o incumbente mais bem posicionado para enfrentar os desafios competitivos do setor. Desde que o atual CEO assumiu, observamos sob sua liderança, uma evolução cultural que se traduziu em ganhos de eficiência e melhor posicionamento estratégico.

O banco combina crescimento consistente de resultados com elevada distribuição de dividendos, mantendo forte disciplina de crédito. Seu posicionamento no segmento de alta renda segue como diferencial competitivo relevante, sustentando margens superiores e maior resiliência ao longo dos ciclos.

BTG Pactual

A tese de BTG Pactual permanece ancorada em seu modelo de *partnership*, na excelente execução e forte integração entre suas diferentes linhas de negócio, além da indiscutível qualidade do capital humano da empresa.

Ao longo de 2025, mesmo em um ambiente mais desafiador para a área de ações no *Investment Banking*, o banco apresentou bom desempenho em estruturação de dívidas e fusões e aquisições, além de ganhos contínuos de participação em crédito. A expansão para novas linhas de negócio e a integração com o Banco Pan devem contribuir para ganhos adicionais de alavancagem operacional.

Em gestão de recursos e patrimônio, o banco segue se destacando frente aos pares, evidenciando a consistência de execução e a força de seu modelo de negócios. Enxergamos o BTG como um vencedor estrutural no setor financeiro.

Homebuilders - Direcional, Cyrela e Tenda

Mantivemos ao longo de 2025 uma visão construtiva para o setor de construção civil, com destaque para Direcional, Cyrela e, ao longo do ano, um aumento relevante de convicção em Tenda.

Nossa tese foi suportada por um ambiente favorável ao segmento de baixa renda, com forte apoio governamental via programa habitacional, inflação controlada e elevada qualidade de execução das companhias.

A criação da Faixa 4 do programa habitacional, ampliou o acesso ao crédito e reduziu pressões sobre fontes tradicionais de *funding*. O setor teve uma contribuição relevante à rentabilidade do fundo no período e segue com peso importante em nossa carteira.

Vivara

Vivara sempre esteve em nosso radar como uma empresa de alta qualidade, embora não tivéssemos posição durante o período de transição de gestão em 2024.

Com a estabilização da nova liderança, aprofundamos nossa análise e identificamos uma oportunidade atrativa, com fundamentos intactos e *valuation* descontado em relação ao setor. Ao longo de 2025, a tese se materializou, com a companhia sendo reprecificada e passando a negociar com prêmio, tornando-se nosso principal destaque no segmento de consumo discricionário.

Perspectivas para 2026

O ano de 2025 foi marcado por um relevante movimento de rotação geográfica de investimentos, com realocação de capital dos Estados Unidos para outras regiões. Nos anos anteriores, o forte crescimento da economia americana, aliado ao desempenho excepcional das empresas de tecnologia, levou a uma concentração significativa dos portfólios em ativos norte-americanos, elevando tanto os preços das ações quanto a cotação do dólar.

Ao longo de 2025, no entanto, o aumento das tensões geopolíticas e a adoção de tarifas comerciais pelos Estados Unidos estimularam uma busca por maior diversificação regional. Esse movimento, combinado ao ciclo de flexibilização monetária pelo Federal Reserve, resultou na desvalorização do dólar frente a diversas moedas, tanto de países desenvolvidos quanto emergentes, além de impulsionar o desempenho de importantes bolsas globais.

No curto prazo, o cenário internacional segue extremamente influenciado por incertezas geopolíticas, em especial devido à guerra no Oriente Médio. A evolução desse quadro e seus impactos sobre o preço do petróleo serão determinantes para a dinâmica inflacionária global. Eventuais pressões adicionais nos preços de energia tendem a impor maior cautela aos bancos centrais, podendo afetar o ritmo de cortes de juros e, conseqüentemente, os ativos de risco.

Por outro lado, caso os cenários mais adversos não se materializem e os preços do petróleo recuem parcialmente, conforme acreditamos e como sugerido pelos mercados futuros, o ambiente global tende a permanecer construtivo. A expectativa de desaceleração da inflação, especialmente em bens, abre espaço para continuidade do ciclo de cortes de juros nos Estados Unidos em direção à taxa neutra, ainda que de forma gradual. Além disso, os indicadores de atividade global seguem resilientes, mesmo após os choques recentes, reforçando um pano de fundo favorável aos mercados.

Importante destacar que, apesar da rotação observada ao longo de 2025, a alocação global ainda permanece concentrada em ativos americanos, o que sugere espaço adicional para continuidade desse movimento de diversificação geográfica.

No Brasil, o cenário externo mais favorável, combinado ao elevado nível de juros reais e à melhora dos termos de troca, posiciona o país de forma relativamente atrativa. O ciclo de aperto monetário conduzido anteriormente, aliado à apreciação cambial, contribuiu para a desaceleração da inflação corrente e para a ancoragem das expectativas.

Nesse contexto, o Banco Central iniciou o ciclo de flexibilização monetária com corte gradual na taxa Selic e, embora mantenha postura cautelosa, poderá acelerar esse movimento ao longo do ano, a depender da evolução do cenário inflacionário, especialmente em função dos preços de energia.

Por outro lado, o principal ponto de atenção doméstico segue sendo a dinâmica fiscal. Apesar do aumento de arrecadação, o país ainda apresenta déficit primário e trajetória de elevação da dívida pública, sem sinais claros de estabilização no curto prazo.

Diante desse quadro, o debate sobre a condução da política fiscal ganha ainda mais relevância, especialmente em um ano marcado por eleições. Independentemente do resultado eleitoral, entendemos que será necessário avançar em medidas de ajuste das contas públicas. A principal incerteza reside na forma como esse processo será conduzido — de maneira ordenada ou com maior custo para a economia.

Até o momento, o cenário eleitoral permanece aberto e tende a ser bastante polarizado, ainda sem maior detalhamento dos programas econômicos dos principais candidatos. Assim, ao longo de 2026, os desdobramentos políticos deverão ganhar relevância crescente para os mercados locais.

No curto prazo, contudo, avaliamos que o cenário internacional continuará sendo o principal vetor para os ativos locais, enquanto as incertezas domésticas devem se intensificar à medida que o calendário eleitoral avance.

Principais posições estruturais da carteira Long Equities para 2026

Copasa

Enxergamos Copasa como uma das principais assimetrias para 2026. A tese está fundamentada na privatização da empresa, em um ciclo regulatório mais construtivo e em ganhos de eficiência operacional. Acreditamos que a companhia pode negociar acima de 1,5x sua base de ativos regulatórios, refletindo um retorno sobre o capital investido superior ao custo de capital e acima dos pares, além de maior perspectiva de crescimento. Atribuímos elevada probabilidade à ocorrência de um evento de privatização no 2º trimestre de 2026.

Copel

Vemos Copel como uma tese de continuidade de melhorias operacionais em 2026. Após a privatização, o mercado passou a precificar parte relevante dos ganhos de eficiência e governança. Ainda assim, entendemos que a companhia segue em processo de normalização operacional, com espaço adicional para captura de valor.

Destacamos também o impacto positivo do leilão de reserva de capacidade, que representou uma relevante geração de valor para a empresa. A participação bem-sucedida da Copel nesse processo atuou como importante suporte para o papel, embora entendamos que seus efeitos ainda não estejam plenamente refletidos nos preços.

Eneva

Vemos Eneva como uma das histórias mais atrativas do setor para 2026, combinando crescimento com disciplina financeira. O centro da tese está na capacidade da companhia de continuar expandindo seus negócios com retornos elevados.

Adicionalmente, a participação no leilão de reserva de capacidade — no qual a empresa se destacou como principal vencedora — superou as expectativas do mercado. A contratação nesse mecanismo aumentou a previsibilidade das receitas de longo prazo e reduziu a volatilidade associada ao portfólio térmico.

Para 2026, esperamos que a companhia continue monetizando seus ativos existentes, avançando na contratação de novos projetos e explorando oportunidades relevantes no mercado de gás, mantendo um perfil de crescimento consistente e disciplinado.

Prio

A Prio é uma das posições estruturais do fundo que seguimos animados para 2026. No último ano, o mercado demonstrou certa frustração com o atraso no cronograma de expansão da produção, reflexo direto da greve prolongada no Ibama. Contudo, entendemos que os principais obstáculos ficaram para trás e o horizonte operacional está agora muito mais claro. A companhia já anunciou o "primeiro óleo" do campo de Wahoo e segue entregando marcos positivos nas demais frentes de crescimento após o desenvolvimento do *Cluster*. Mantemos total confiança na capacidade da Prio de elevar significativamente sua produção. O *framework* de alocação da companhia tem se provado disciplinado e oportunístico, características raras e valiosas no setor de óleo e gás.

Acreditamos que 2026 marcará um ponto de inflexão para a tese. Com a maturação dos projetos atuais, esperamos a implementação de uma política formal de dividendos, traduzindo o alto *yield* esperado diretamente em retorno ao acionista. Embora o petróleo siga volátil devido aos conflitos no Oriente Médio, a Prio apresenta números robustos mesmo em cenários conservadores. Com a *commodity* normalizada em US\$ 70/barril, estimamos que a empresa entregue um *Free Cash Flow Yield* acima de 23% para 2027, com grande potencial de distribuição.

Vale

Seguimos otimistas com a tese da mineradora para 2026. Após o forte *re-rating* no segundo semestre de 2025 (detalhado anteriormente), a Vale mantinha uma performance sólida em 2026 até que os conflitos no Irã provocaram uma redução de exposição relevante no setor de mineração global. Esse movimento, contudo, trouxe o papel de volta a patamares de preço suficientemente atrativos.

Nossa tese é de que o minério de ferro possui *downsides* moderados a partir dos níveis atuais. Sob essa ótica, a Vale negocia a um *Free Cash Flow Yield* de ~13% (com o minério a US\$ 110/t) e próximo de 9% mesmo em um cenário de minério a US\$ 100/t. Trata-se de um desconto relevante frente aos pares australianos, que negociam na casa de 5-6%.

Nesses níveis de preço, é provável que a Vale tenha fôlego para distribuir dividendos extraordinários ao fim deste ano, o que deve atrair o fluxo de investidores internacionais. Além disso, seguimos animados com a consistência operacional e com a aceleração de iniciativas estratégicas sob o comando da nova gestão, que tem demonstrado foco em eficiência e geração de valor.

Metais básicos

Nossa visão otimista para metais básicos baseia-se em um diagnóstico estrutural: o subinvestimento crônico da última década causou uma grande diminuição nos projetos *greenfield*, e o endurecimento das regulações ambientais elevaram o *lead-time* para novos ativos, enquanto as minas maduras sofrem exaustão natural. Esse gargalo de oferta colide com uma demanda crescente impulsionada pela transição energética e pela modernização da infraestrutura elétrica global, o que deve sustentar preços em patamares elevados no longo prazo.

No curto prazo, identificamos uma assimetria positiva no alumínio devido às tensões no Irã. Os países do Golfo dependentes do Estreito de Ormuz respondem por ~9% da oferta global do metal e em sua maioria são importadores líquidos de alumina. Como a alumina é frágil e não permite estocagem prolongada, estimamos que as refinarias locais operem com apenas 1 a 2 meses de estoque. Sem o fluxo pelo Estreito, esses *smelters* (empresas de fundição) seriam forçados a paralisar. O ponto crucial é o tempo de resposta: uma vez desligadas, as fundições levam de 6 a 12 meses para retomar a produção. Em um cenário de interrupção, os estoques da LME cobririam apenas 1,5 a 2 meses do déficit global, o que poderia elevar agressivamente os preços do alumínio.

Participamos deste tema através de Alcoa. A companhia possui uma operação globalmente diversificada e protegida dos riscos logísticos do Oriente Médio, o que a permite capturar duplamente o cenário atual: tanto pela alta no preço da *commodity* quanto pelos prêmios locais em regiões onde o fornecimento foi interrompido. Estimamos que uma marcação a mercado dos preços do alumínio elevaria o EBITDA da Alcoa para 2026 em cerca de 30% acima do consenso atual. Caso o cenário geopolítico se normalize, pretendemos rotacionar essa exposição para Cobre e/ou Urânio — ativos que apreciamos estruturalmente, mas que hoje apresentam uma assimetria de curto prazo menor que a do alumínio.

Itaúsa

A tese em Itaúsa parte de uma convicção já presente em outra posição relevante do portfólio: nossa visão construtiva para o Itaú. Quando surge a oportunidade de acessar essa mesma exposição com desconto estrutural e com catalisadores claros para seu fechamento, entendemos que a assimetria se torna particularmente atrativa.

Historicamente, o desconto ao valor patrimonial refletiu, em grande parte, uma ineficiência tributária relevante — estimada em aproximadamente R\$ 700 milhões por ano — decorrente da estrutura de dupla *holding* e da incidência de PIS/COFINS sobre o JCP recebido do Itaú. Essa distorção tende a ser eliminada com a implementação da reforma tributária a partir de 2027, quando o novo regime (CBS/IBS) substituirá o modelo atual, eliminando a incidência sobre receitas financeiras.

A diferença em relação a momentos anteriores é significativa: desta vez, trata-se de uma mudança já aprovada em lei, reduzindo substancialmente a incerteza de execução. Ainda assim, o desconto atual, em torno de 22% em relação ao valor patrimonial permanece em linha com a média histórica, apesar da ausência do principal fator que tradicionalmente justificava esse nível.

Adicionalmente, enxergamos valor na opcionalidade associada ao potencial IPO da Aegea, esperado para meados de 2026. A eventual abertura de capital permitiria a reavaliação dessa participação a preços de mercado — hoje parcialmente marcada a custo histórico — contribuindo para uma redução adicional do desconto atual, estimada em até 200 pontos-base.

Nubank

Vemos o Nubank como uma das melhores assimetrias do setor financeiro para 2026. A tese se apoia em dois pilares principais: a subavaliação da operação atual e a opcionalidade associada à expansão geográfica.

Mesmo ao analisarmos apenas o negócio principal, o ativo negocia a múltiplos que não refletem a qualidade do modelo, sua escalabilidade, o crescimento acima da média do setor e a capacidade de geração de retorno, com ROE estruturalmente elevado. A expansão internacional, embora ainda vista com ceticismo por parte do mercado, representa uma avenida relevante de crescimento, especialmente à luz do histórico de execução consistente no Brasil e no México.

Para 2026, esperamos que a continuidade do forte crescimento de resultados, aliada à disciplina operacional, funcione como catalisador para uma reprecificação do ativo.

Construção Civil

Mesmo após a forte performance observada no último ano, o setor de construção civil segue como uma de nossas principais convicções para 2026, especialmente no segmento de baixa renda.

O programa Minha Casa, Minha Vida (MCMV) passou recentemente por uma nova rodada de aprimoramentos, com o Conselho Curador do FGTS aprovando reajustes nas faixas de renda (em média de 10%) e elevações relevantes nos preços-teto dos imóveis das Faixas 3 e 4 (+14% e +20%, respectivamente). Em um ano eleitoral, um fator adicional de conforto é o caráter cada vez mais apartidário do programa, diante da relevância do déficit habitacional brasileiro e de sua forte dimensão social.

No nível micro, seguimos posicionados em Direcional e Tenda, e passamos a incluir Moura Dubeux em nosso portfólio, por meio de participação em seu recente *follow-on*. A companhia, líder no Nordeste, vem apresentando resultados operacionais consistentes e, mais recentemente, iniciou sua atuação no segmento de baixa renda por meio de parceria com a Direcional, em uma região ainda pouco atendida por grandes *players*.

Do ponto de vista de *valuation*, a Moura Dubeux realizou sua oferta a aproximadamente 4,5x P/E 2026 e atualmente negocia próxima a 5,5x, posicionando-se entre as empresas mais descontadas do setor, mesmo diante de um momento operacional bastante sólido e de perspectivas relevantes de crescimento.

Shoppings

Mantemos posição relevante no setor de shoppings, com destaque para Multiplan e Allos, empresas que vêm se destacando pela consistente geração e retorno de capital aos acionistas.

Para os próximos anos, identificamos três principais vetores de valor: (i) *valuations* ainda descontados em relação a transações recentes no mercado privado, mesmo considerando a qualidade superior dos

portfólios; (ii) histórico de forte desempenho em ciclos de queda de juros; e (iii) impactos positivos da reforma tributária, com a substituição do PIS/COFINS pela CBS — cobrada “por fora” — o que tende a beneficiar a receita líquida das operadoras com maior capacidade de repasse a partir de 2027.

Memória (semicondutores)

Ao longo de 2026, adicionamos uma nova temática à carteira global: memória, um dos elos críticos da cadeia de semicondutores.

Com o avanço acelerado da inteligência artificial, a demanda por capacidade de processamento e armazenamento aumentou de forma significativa, tornando a memória um dos principais gargalos de infraestrutura. A expansão da oferta, por sua vez, é limitada por altos custos e longos prazos de implementação de novas fábricas, gerando um ciclo relevante de elevação de preços.

Atualmente, nossa exposição ao tema é realizada por meio de uma cesta diversificada de empresas globais, incluindo Samsung, SK Hynix, Micron e Sandisk.

Agradecimentos

Agradecemos a todos os nossos clientes e parceiros pela confiança e pelo apoio ao longo dessa trajetória.

Chegamos até aqui graças à parceria construída com cada um de vocês. Seguimos apenas no início da nossa jornada, mantendo o compromisso de disciplina, humildade e dedicação na gestão dos recursos.

Continuaremos trabalhando com rigor e responsabilidade para honrar o capital investido em nossos fundos e buscar a geração consistente de valor no longo prazo.

Esse é o nosso Norte.

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:

