

Relatório de Gestão Neuler Capital

Dezembro/2023

I – Comentário do Gestor

Nosso fundo completou 15 meses no final de dezembro, com 2023 marcando nosso primeiro ano completo. Apesar de ainda ser pouco tempo para se avaliar performance e não ser tão representativo dentro da nossa visão de longo prazo, estamos satisfeitos em estar acima do *benchmark* desde o lançamento do fundo em 29 de setembro de 2022 e em possuir todos os cotistas acima da linha d'água. Como mencionamos na carta inicial da Neuler, atuamos em um ambiente com alta complexidade, cercado de incertezas e aleatoriedade. Portanto, mesmo com esse resultado inicial favorável, seguimos inquietos, sabendo dos desafios contínuos pela frente. A estrada é longa na busca por gerar retornos acima do custo de capital, ao longo dos anos, para os nossos investidores.

	2022*	2023	Acumulado*
Neuler Acoes FIC FIA	-4,84%	24,84%	18,80%
IPCA + Yield IMA-B 5+	2,65%	10,60%	13,53%
Ibovespa	1,92%	22,28%	24,63%

*Desde 29/09/2022

Fonte: Neuler Capital, 29/12/2023

Permanecemos, de forma ininterrupta, na busca de novas oportunidades e/ou formas de ganhar mais ou menos conforto com as teses existentes para alocação do capital de forma eficiente ao longo do tempo, conforme a nossa filosofia e processo de investimentos, suportada por uma agenda de engajamento construtivo junto das empresas investidas. Fazemos isso com calma, disciplina e margem de segurança.

Os dois últimos meses de 2023 foram marcados por uma forte apreciação no mercado de ações, também refletido em nosso portfólio, com o Ibovespa subindo 12,54% em novembro e 5,38% em dezembro, e o Neuler FIC FIA 12,57% e 5,08%, respectivamente. Momentos de rápidos e relevantes ajustes nos preços dos ativos (no caso, altista) que nem sempre são acompanhados por mudanças nas teses de investimento na mesma magnitude, nos levam a fazer caixa, seguindo o nosso modelo paramétrico de alocação de capital. Diante disso, um certo aumento de caixa já seria esperado no final de dezembro.

Investimos com horizonte de longo prazo, mas, devido às oscilações de mercado e/ou revisões relevantes nas teses de determinados investimentos, haverá situações nas quais não seremos acionistas de longo prazo.

	Maior Posição	Top 6	Top 10	Caixa	Exposição Total	Nº de Empresas
Acumulado*	8,4%	36,6%	52,6%	18,4%	81,6%	22
2022	7,3%	36,7%	53,8%	16,0%	84,0%	23
2023	8,6%	36,5%	52,3%	19,0%	81,0%	22
1º Sem. 2023	8,9%	36,7%	52,1%	25,4%	74,6%	20
2º Sem. 2023	8,4%	36,4%	52,6%	12,6%	87,4%	25

*Desde 29/09/2022

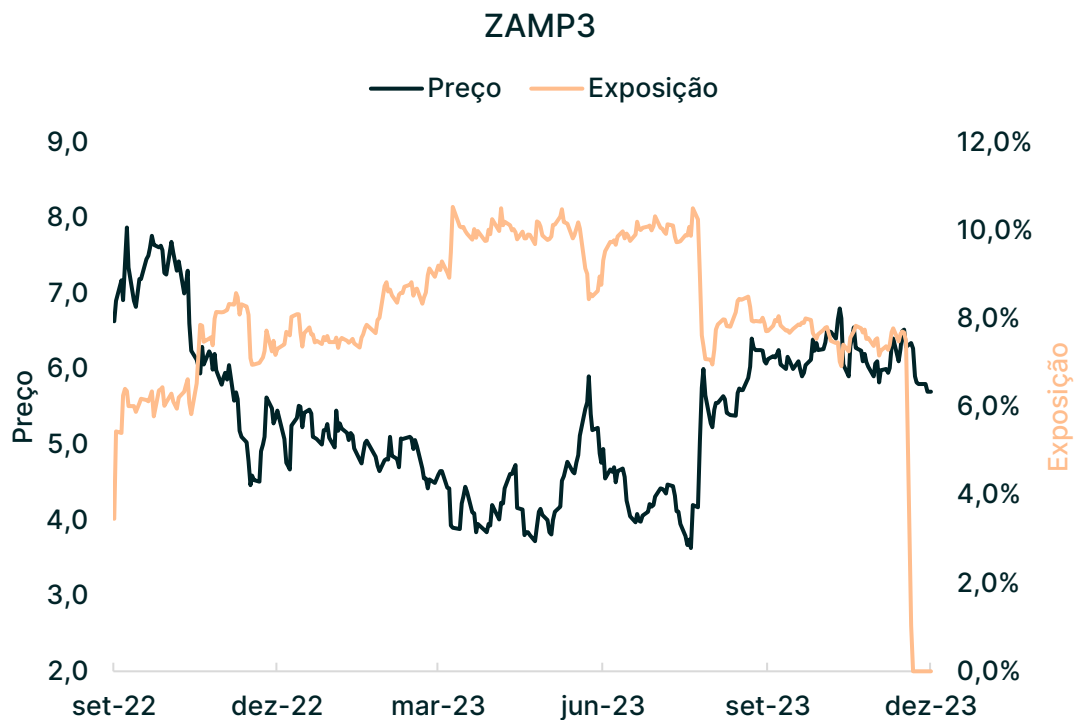
Fonte: Neuler Capital, 29/12/2023

Valores médios em cada período

Em 2023, dois principais fatores nos levaram a ter um nível menor de caixa na segunda metade do ano: **i)** identificamos novas oportunidades de investimento, aumentando o número de empresas investidas. Após maior aprofundamento ao longo do primeiro semestre, empresas como Vulcabrás, GPS Participações e Odontoprev ganharam importância no portfólio e/ou passaram a fazer parte da carteira; **ii)** ganhamos mais conforto em algumas teses que, mesmo com a contínua evolução de preço (até um certo ponto), permaneceram com posições mais elevadas (ex: Smarfit, Vibra Energia e Copel). Vale reforçar que, conforme mencionamos acima, fazemos isso com calma, disciplina e margem de segurança.

Porém, o desinvestimento total da principal posição do fundo, em dezembro, nos levou a esse patamar de caixa superior ao que antecipamos. Zamp representava aproximadamente 8% do fundo; enxergávamos uma grande assimetria de risco vs. retorno, com uma visão construtiva de longo prazo e; era uma posição que carregávamos desde o início de nossas atividades. Devido a uma mudança material

na nossa tese - explicaremos o racional de forma sumarizada na próxima seção - optamos por nos desfazer do papel. Sendo assim, terminamos o ano de 2023 com aproximadamente 20% de caixa, após atingirmos praticamente 100% de exposição em outubro.



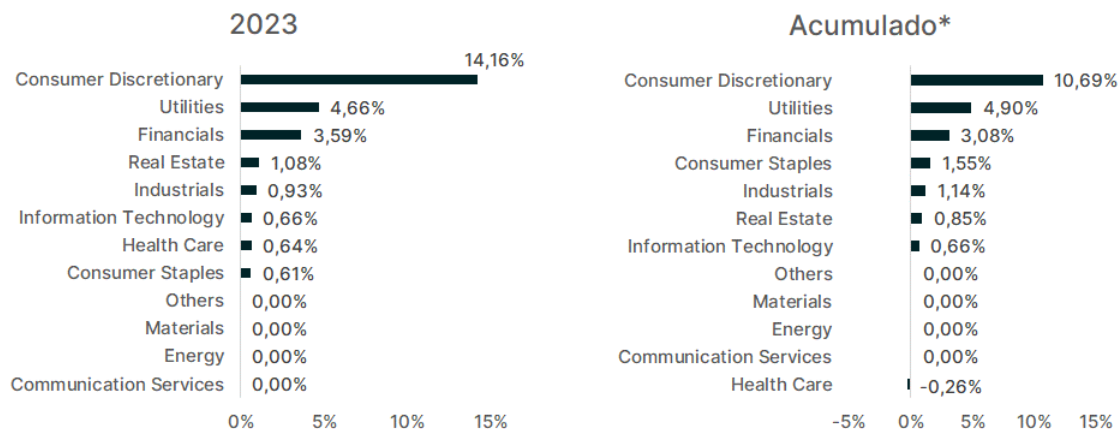
Fonte: Neuler Capital, 29/12/2023

Continuamos honrando nossa filosofia de ser diferente, através de um processo proprietário sólido (com parâmetros de risco bem definidos e monitorados), que permite uma carteira com nomes fora do *mainstream* (não necessariamente *small/mid caps*) e pouco detidos por nossos *peers*. Das dez principais posições do fundo, apenas duas são detidas por mais da metade dos 50 fundos *long only* que acompanhamos¹ e, considerando as seis maiores, somente uma. Além disso, o fundo continua com baixa aderência² (20%) ao índice Ibovespa. Portanto, nossa carteira segue oferecendo uma oportunidade de diversificação ao portfólio de nossos clientes.

¹ lista proprietária de 50 fundos *Long Only*, data base 30/06/2023, última carteira pública disponível no portal CVM em 31/05/2023

² refere-se ao somatório dos pesos que os ativos em nossa carteira possuem no Índice

Atribuição de Performance Setorial



*Desde 29/09/2022

Fonte: Neuler Capital, 29/12/2023

Desde o início do fundo há 15 meses, os principais destaques positivos foram Smartfit, Zamp e Vibra, que somados geraram um retorno de 9,46% ao fundo e os negativos, Qualicorp, Lojas Renner e BR Partners, -4,54%. Em 2023, os três principais destaques positivos também foram Smartfit, Zamp e Vibra (10,86% de retorno ao fundo) e os negativos, Assaí, Qualicorp e Lojas Renner (-3,50%). Seguimos confiantes com o nosso portfólio de ações, onde vemos uma TIR implícita de inflação +10,2% ao ano.

Novamente agradecemos a confiança e antecipamos com entusiasmo mais muitos anos de colaboração frutífera e crescimento conjunto.

Neuler Capital

II – Zamp - Wrap Up do investimento

O que vimos?

- Escala: Master-Franqueada das marcas **Burguer King** e **Popeyes** no Brasil com mais de 1.000 unidades (2º maior *player* do Brasil).
- Crescimento: mercado brasileiro de *Quick Service Restaurant (QSR)* com grande potencial de consolidação e redes estruturadas ganhando share.
- Pessoas/Engajamento: executivos com parte relevante da remuneração em ações da empresa e acionistas de referência bem-intencionados e começando uma maior agenda de engajamento.
- Curto prazo muito afetado pelo pós pandemia:
 - Forte presença em shoppings;
 - Aluguéis muito impactados pelo IGP-M;
 - G&A inflado para uma estratégia de forte expansão.
- Margem de segurança elevada:
 - Mercado dando muito peso ao momento de curto prazo;
 - Ação negociando abaixo do seu valor de reposição e créditos tributários atuais chegaram a representar quase 1/3 do valor de mercado;
 - + 80% de *Cash conversion*;
 - + 10% de *IRR* Real em um cenário sem abertura de novos restaurantes.

Período de Investimento

- Engajamento com a empresa e com 2 dos principais acionistas para uma mais rápida adequação ao novo cenário de crescimento.
- Mudança na composição do conselho, sendo 1 representante dos acionistas alinhados à visão da Neuler.
- Ajuste de rota com foco na geração de caixa, fechamento de restaurantes deficitários, maior peso em franquias e ajuste importante de custos e despesas.
- Atingimos posição máxima (10% do fundo) @ TIR de inflação + 17%.
- Mubadala, que já tinha tentado adquirir o controle há um ano, voltou a comprar ações à mercado, principalmente via leilões.

Por que vendemos?

- Após atingir 30% de participação, Mubadala chamou AGE para saída voluntária do Novo Mercado sem OPA e sem justificativas convincentes, deixando mais claro suas intenções de tomar controle.
- Dado o cenário de um novo controlador a ser efetivado no curto prazo, passamos a ter pouca visibilidade sobre a estratégia que a empresa seguirá daqui para frente.
- Mubadala seguiu aumentando participação, chegando a 40%, e se tornou claro que suas propostas seriam aprovadas.
- Diante dos fatos acima, revisamos as notas qualitativas de Zamp para baixo e, dada a redução de *upside* e falta de visibilidade, decidimos encerrar a posição.
- Na Assembleia do dia 03 de janeiro de 2024, foi aprovada a saída do Novo Mercado e rejeitada a inclusão do *Poison Pill*.

Disclaimer

Gestor

Neuler Capital Gestão de Recursos Ltda.
Av. Ataulfo de Paiva, 1079, 11 andar
Leblon, Rio de Janeiro - RJ
CEP: 22440-035 | Brasil
neuler@neuler.com.br
neulercapital.com.br

Administração

BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM
Praia de Botafogo, 501, 5º andar –Torre Corcovado
Botafogo, Rio de Janeiro - RJ
CEP: 22250-040 | Brasil
sac@btgpactual.com
btgpactual.com

As informações contidas neste material têm caráter meramente informativo e não constituem oferta de venda de fundos ou tampouco indicação ou recomendação para o uso dessas informações em aplicações ou investimentos financeiros. A Neuler Capital não se responsabiliza por eventuais erros, omissões ou imprecisões nas informações divulgadas. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. As rentabilidades apresentadas não estão líquidas de impostos. Fundos de Investimento não contam com garantia do Administrador do fundo, do Gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo de cotas aplica em fundo de investimento que utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus cotistas, que não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira ou de qualquer mecanismo de seguro. Este documento foi elaborado com as informações necessárias ao atendimento das disposições do Código de Administração de Recursos de Terceiros ANBIMA, bem como das normas emanadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

