

Relatório de Gestão Neuler Capital

Dezembro/2024

I – Comentário do Gestor

Sabíamos desde o começo que iniciar um fundo de ações em setembro/2022 seria ainda mais desafiador. Às vésperas de uma eleição disputada, era esperado que passaríamos por um período de grande volatilidade. Decidimos seguir em frente, pois como investidores em ações, devemos possuir uma visão de longo prazo. Porém, não imaginávamos que aquele momento era apenas um prenúncio dos obstáculos que teríamos em apenas dois anos de nossa gestora. Permanecemos fiéis a nossos princípios e filosofia de investimentos - mesmo diante do ambiente de aversão ao risco - e isso tem sido um exercício constante e essencial para nossa trajetória.

Diferentemente de 2023, em que conseguimos superar nosso *benchmark*, o ano de 2024 foi abaixo das expectativas em relação ao retorno que gostaríamos de ter proporcionado a nossos cotistas. Tal como falamos em nosso Relatório de Gestão de 2023, acreditamos que o sucesso de uma gestora de recursos não deva ser medido por apenas um ou dois anos de performance, sejam eles bons ou ruins. Atuamos em um ambiente de alta complexidade, cercado de incertezas e aleatoriedade. Diante disso, realizamos uma análise minuciosa dos possíveis erros e eventos que nos levaram até aqui, procurando fazer ajustes e correções onde necessário.

Iniciamos o ano de 2024 com cerca de 80% de exposição, muito em função do *rally* visto em novembro e dezembro do ano anterior, bem como da venda de nossa principal posição na época, ZAMP3 ¹. Atualmente, a exposição da carteira encontra-se perto de 95%.

¹ Maiores detalhes no [Relatório de Gestão 2023](#)

	Maior Posição	Top 6	Top 10	Exposição Total	Rentabilidades:		
					Neuler Acoes FIC FIA	IPCA + Yield IMAB 5+	Ibovespa
ITD ¹	9,2%	40,4%	58,7%	88,1%	-12,3%	26,6%	11,7%
2022 ¹	7,3%	36,7%	53,8%	84,0%	-4,8%	2,7%	1,9%
2023	8,6%	36,5%	52,3%	81,0%	24,8%	10,6%	22,3%
2024	10,3%	45,1%	66,1%	96,1%	-26,1%	11,5%	-10,4%
2023.1	8,9%	36,7%	52,1%	74,6%	10,3%	6,2%	7,6%
2023.2	8,4%	36,4%	52,6%	87,4%	13,2%	4,1%	13,6%
2024.1	9,8%	42,7%	63,2%	95,3%	-17,7%	5,6%	-7,7%
2024.2	10,8%	47,4%	68,9%	96,8%	-10,3%	5,5%	-2,9%

Fonte: Neuler Capital, 31/12/2024

¹desde 29/09/2022

Dados da carteira acima são a média dos respectivos períodos

O desequilíbrio entre os resultados operacionais entregues pela vasta maioria das empresas de nosso portfólio e o preço descontado dos papéis persistiu em 2024, levando a grandes distorções de preço *versus* valor. Buscaremos sempre alocar capital aproveitando esses desvios entre a visão curto-prazista do mercado e nosso horizonte de longo prazo de investimentos. Esse tipo de abordagem pode levar, às vezes, a estar alocado “sozinho” em algumas empresas e torna-se ainda mais essencial conhecer o ativo e estar sempre questionando a tese de investimentos. Mesmo assim, pensaremos o portfólio da Neuler de modo a arbitrar essas duas visões.

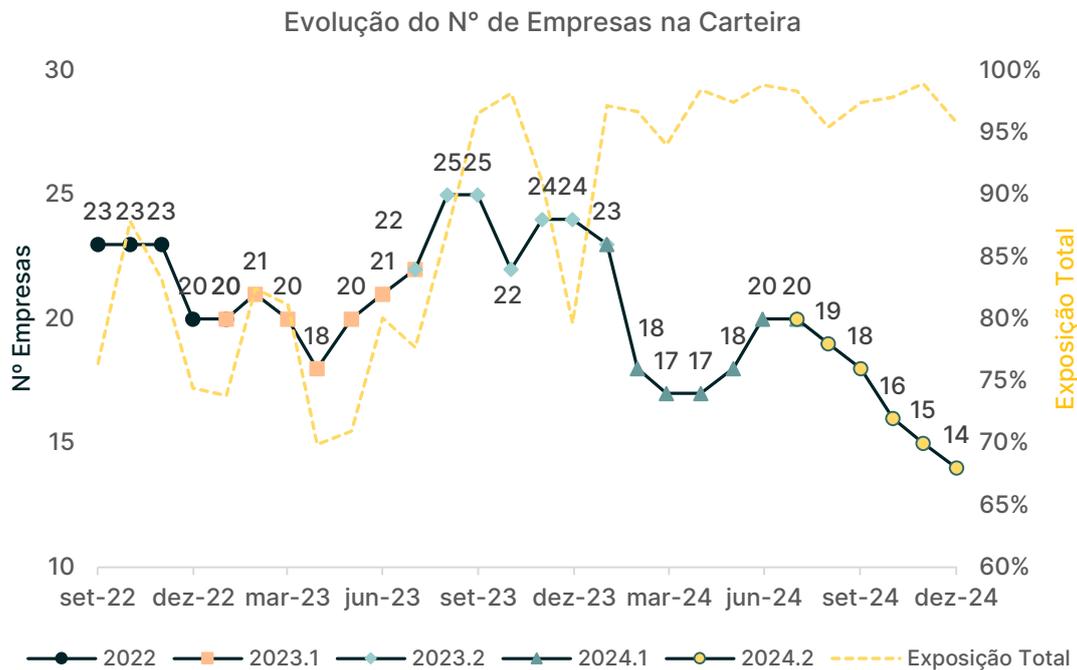
Diante disso, as mudanças em nossa carteira visaram posicioná-la, cada vez mais, em ativos de alta qualidade, ganhadores de *market share* e que costumam se defender bem em momentos de maior aversão ao risco. Identificamos empresas com assimetrias de risco *versus* retorno semelhantes e com ainda maior visibilidade de geração de fluxo de caixa e/ou menos alavancadas. Tais fatores estão por trás de:

- i) uma maior alocação em Utilidades Públicas, setor esse que passou por forte ajuste de preços (*de-rating*) e;
- ii) uma realocação dentro do setor de Consumo Doméstico (cíclico e não-cíclico).

Após esses ajustes, avaliamos que apenas uma empresa de nosso portfólio no setor de Consumo – Assaí – está acima de 3x *Net Debt/Ebitda*, nível de alavancagem que julgamos inadequado. Todas as outras estão abaixo de 2x, sendo duas dessas, caixa líquido.

Embora o Top 10 de ativos em nossa carteira siga muito similar ao início de nossa atividade, houve alguns ajustes de participação e movimentos importantes no portfólio como um todo. O mais relevante, realizado ao longo do 2º semestre, foi a redução do número de companhias em direção a uma concentração maior nos nomes

que temos mais conforto. Saímos de 24 ativos para 14, seguindo o direcionamento mencionado no parágrafo anterior.



Fonte: Neuler Capital, 31/12/2024

Assaí, Copel e Vulcabrás permanecem como algumas de nossas principais posições enquanto Eletrobras, Panvel e Smarfit completam o Top 6 do fundo. Vibra Energia e Track & Field se tornaram posições menores.

Panvel e Track & Field tiveram desempenho operacional abaixo do esperado pela Neuler, em ambos os casos devido a eventos e decisões internas de alocação de capital, que devem se normalizar nos próximos trimestres. A primeira, muito em função das tragédias causadas pelas chuvas no Rio Grande do Sul, e a segunda, devido aos altos investimentos em TF Sports ². Por outro lado, Copel, Vulcabrás, Smartfit e Eletrobras continuam com boa performance operacional, em linha ou, até mesmo, acima de nossas expectativas.

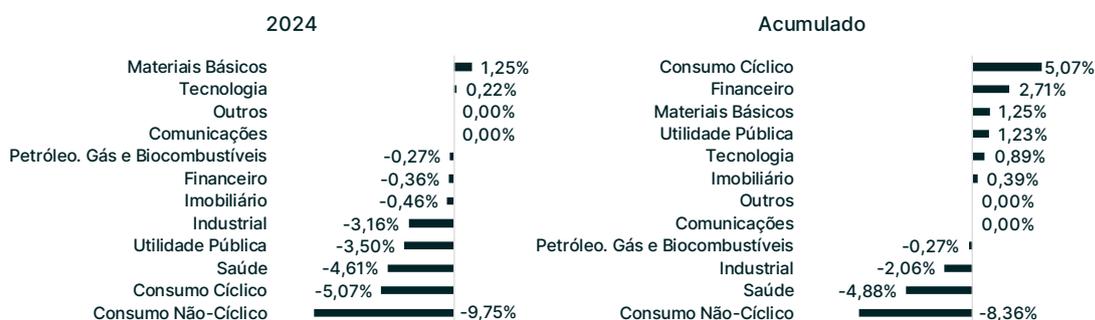
Setorialmente, as principais alterações foram a saída dos setores Financeiro, Saúde e Tecnologia - que representavam cerca de 25% do portfólio - com aumento direcionado para o setor de Utilidades Públicas, Consumo (Cíclico e Não-Cíclico), Energia e Materiais Básicos. Vale destacar que esses dois últimos só passaram a fazer parte do portfólio devido à adição de um membro sênior ao time da Neuler, com extensa experiência cobrindo os setores ligados a *commodities*.

Do lado positivo, em 2024, os três principais destaques foram Suzano, Lavvi e Multiplan. Dessas empresas, apenas Suzano permanece em nosso portfólio. Lavvi - devido à grande *outperformance* observada no primeiro semestre - e Multiplan - para

² Segmento da empresa Track & Field focado em eventos e experiências

incrementar a posição comprada em Iguatemi, onde enxergamos mais assimetria de risco *versus* retorno - não fazem mais parte da carteira.

Atribuição de Performance Setorial



Fonte: Neuler Capital, 31/12/2024

Do lado negativo, os maiores detratores foram Assaí e Viveo, posição encerrada ao final do primeiro semestre e com alocação limitada a até 3% do fundo. Isso se deve ao fato de a empresa possuir uma menor nota em nosso processo de análise qualitativa, que mede os quesitos de *Moat*, Cultura/ASG, Ciclicidade e Exposição à Regulação/Governo.

No caso de Viveo, apesar de já possuímos expectativas e números bem conservadores, a visibilidade sobre a tese de investimento se reduziu de forma relevante. Subestimamos os impactos das integrações das empresas adquiridas pela companhia e os efeitos indiretos do estresse no setor de saúde como um todo, que perduram até o presente momento.

Em relação a Assaí, por ser a pior contribuição para performance no ano e desde o início de nossas atividades, além de representar nosso primeiro caso de engajamento com uma empresa e ser a principal posição do fundo, destacaremos as próximas sessões para fazer uma breve reflexão sobre:

- i) o *case* de investimentos de Assaí e o que estamos enxergando em termos de perspectivas mais à frente e;
- ii) nossas interações com a companhia.

Seguimos confiantes com o nosso portfólio de ações, onde vemos uma TIR implícita próxima à inflação +14% ao ano.

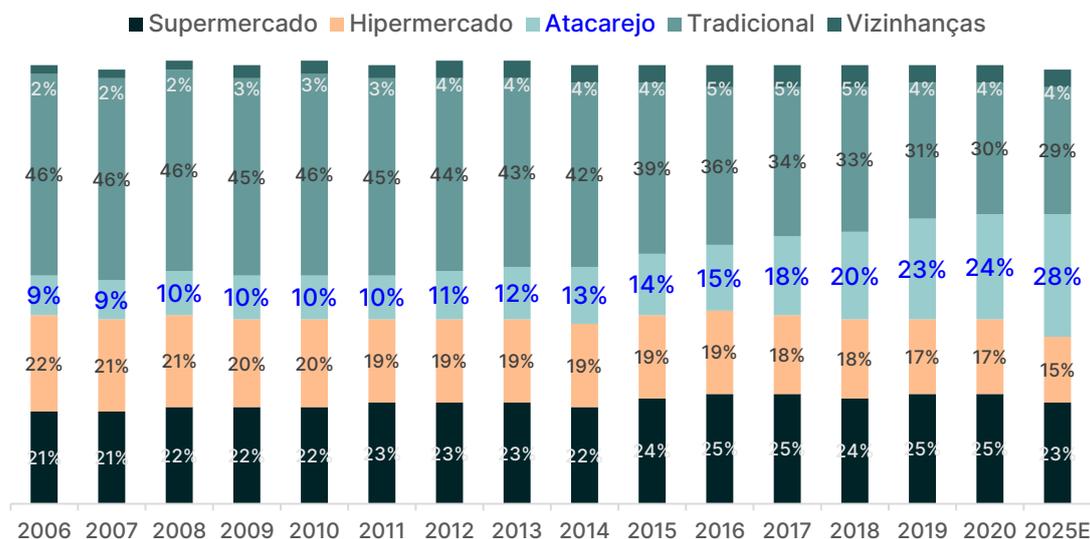
Agradecemos a confiança e permanecemos entusiasmados em buscar mais anos de muita colaboração e crescimento conjunto.

II – Assaí – Sumário da Tese

Assaí é um operador focado exclusivamente em atacarejo, sendo o segundo maior do Brasil. A empresa passou por um grande crescimento em 2023, com R\$ 66,5 bilhões de faturamento e *CAGR*³ de 26% no período de 2015 a 2023. A empresa possui um time de executivos atuando há mais de 10 anos juntos, com ampla experiência no setor e forte cultura de excelência operacional.

O modelo de negócios é resiliente aos ciclos econômicos e aderente às diversas classes sociais e de comerciantes, além de se adaptar bem às diferentes regiões do país. Adicionalmente, o setor de atacarejo (*Cash & Carry*) vem aumentando a penetração nos gastos com alimentação em todas as faixas de renda da população.

Evolução da exposição do Mercado de Varejo Alimentar do Brasil



Fonte: Abras, 31/12/2024

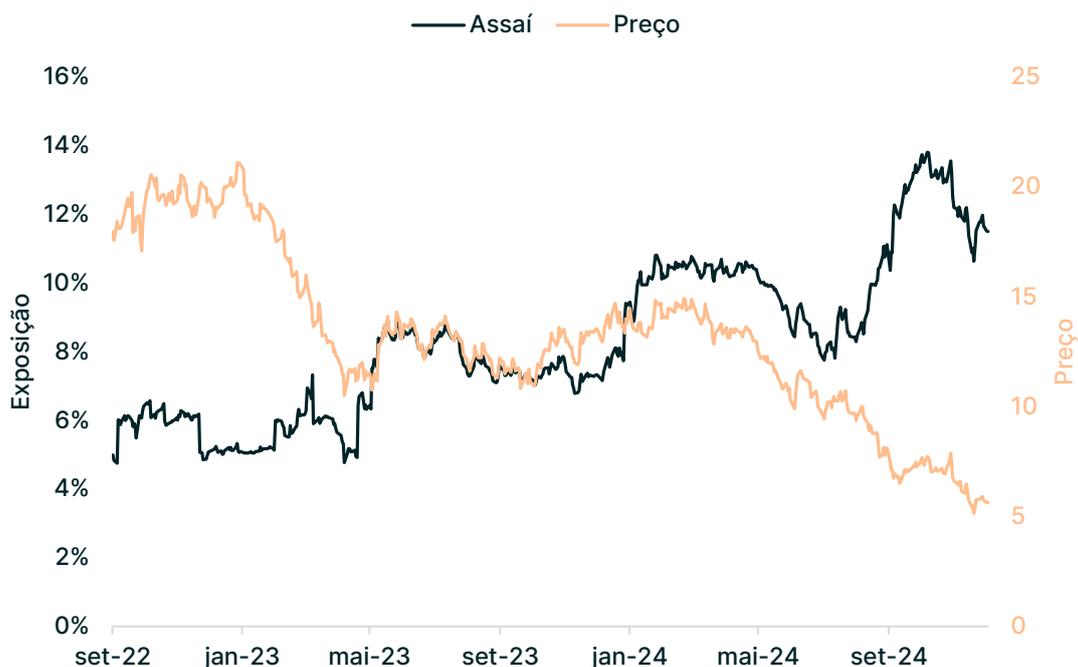
Por estar alavancado, próximo de $3,5x$ *Net Debt / Ebitda*, grande parte do movimento de preço do ativo, em nossa visão, deve-se à revisão de lucros de curto prazo por conta do aumento das despesas com os juros de mercado mais altos. A título de informação, a média das expectativas do mercado para o resultado operacional da empresa (*Ebitda*) não sofreu piora significativa com a deterioração do cenário macroeconômico (revisões próximas a 5% para 2024 e 2025, nos últimos 12 meses).

Ao investirmos em uma empresa mais alavancada, entendemos que o principal risco de perda permanente de capital é sermos forçados a zerar a posição no meio do caminho, apesar de ainda acreditar na tese de investimentos. Isso pode acontecer

³ Taxa de crescimento anual composta

por diversos motivos, mas, principalmente, pela incapacidade de a companhia rolar suas dívidas (problemas de liquidez) e sem “lastro” na geração de caixa operacional.

Nossa filosofia de investimentos passa por alocar capital com parâmetros previamente definidos e bem estabelecidos, com base em nosso modelo paramétrico. Diante disso, observamos uma grande distorção entre preço e valor da companhia, o que nos fez aumentar consideravelmente o tamanho da posição, de cerca de 7% em janeiro de 2024 para quase 12% no fim do ano.



Fonte: Neuler Capital, Bloomberg - 31/12/2024

Gostaríamos de ter comprado toda nossa posição de Assaí agora? Sim. Porém, entendemos que as expectativas de retorno para o ativo só ficaram melhores, dado que a tese estrutural da empresa não se alterou, a despeito da queda de preço. Podemos estar errados? Sim. Mas a assimetria de risco *versus* retorno nos chama atenção, uma vez que Assaí possui um bom modelo de negócios, um alta geração de caixa e rentabilidade, além de uma equipe de gestão experiente que, após as mudanças no modelo de remuneração da companhia ⁴, se tornou mais alinhada com os acionistas no longo prazo.

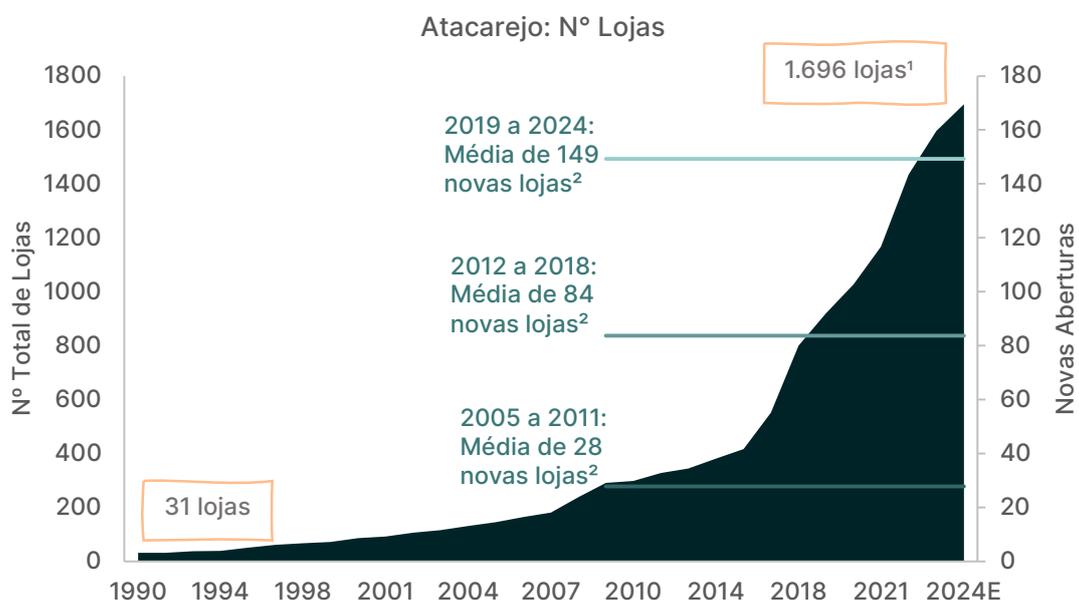
Nossa relativa “tranquilidade” com alavancagem de Assaí vem da capacidade de a empresa gerar caixa operacional e de que uma “parada técnica” ou redução da expansão por 1 ou 2 anos, a depender do cenário macro, já seria bastante suficiente para desalavancar a empresa. Entendemos que esse período menor de expansão não compromete as oportunidades de crescimento no longo prazo.

⁴ Mais detalhes na sessão II deste relatório, item 3

Diferentemente de muitas varejistas, Assaí possui ampla capacidade de geração de caixa operacional, principalmente devido a sua dinâmica favorável de capital de giro, com *ROICs*⁵ acima de 15%/16% em termos reais. Além disso, a companhia vem conseguindo alongar os prazos de suas dívidas com sucesso, sem sacrificar o custo de captação e estabeleceu uma política de caixa mínimo⁶, melhorando suas métricas de liquidez.

Apesar de em constante crescimento, o setor de varejo alimentício sempre foi, e será, bastante competitivo. Isso não significa que seja possível trabalhar com margens e *ROICs* crescentes *ad eternum*, premissas essas que nunca utilizamos em nossos modelos; e seguiremos assim.

Particularmente, nos últimos anos, houve uma grande escalada na abertura de lojas no formato *Cash & Carry* no Brasil como um todo. Entendemos que, assim como o Assaí⁷, as demais empresas do setor anteciparam alguns anos de expansão orgânica e inorgânica, aproveitando o momento positivo do segmento e o custo de capital baixo na época da tomada de decisão.



Fonte: Nielsen, Abaas, Neuler, 31/12/2024

¹Estimativa Neuler para fechamento de 2024

²Média anual em cada período

Os impactos negativos no SSS⁸ no curto prazo, principalmente nas lojas maduras, e seus reflexos na margem operacional foram subestimados por nós, adiando um maior

⁵ Retorno sobre o Capital Investido

⁶ Mais detalhes na sessão II deste relatório, item 5

⁷ Crescimento equivalente a algo entre 5 e 7 anos para Assaí

⁸ Abreviação de Same Store Sales, que equivale as Vendas nas Mesmas Lojas

avanço com a maturação do novo parque de lojas. Dessa maneira, é natural que o Atacarejo passe por uma acomodação na expansão, movimento que já se iniciou em 2024 e que deve perdurar por mais um período à frente, sobretudo devido a: **i)** maior custo de capital; **ii)** necessidade de desalavancagem de grande parte do setor e; **iii)** justificativa junto aos *stakeholders* mediante a entrega de resultados/retornos dos altos investimentos realizados em um curto espaço de tempo.

Entendemos que uma parcela relevante dos agentes de mercado esteja focando excessivamente na métrica P/E⁹ para “precificar” o valor de Assaí, ignorando propriamente o fluxo de caixa descontado da empresa e a capacidade de geração de caixa da companhia ao longo dos anos. Mesmo levando em conta o Capex de expansão para abertura de 10 lojas em 2025, Assaí estaria negociando a um FCFE¹⁰ Yield superior a 15%, cenário esse que considera juros médios de 14%/15% no ano, impactando fortemente as despesas financeiras. Caso a empresa mantenha o mesmo ritmo de abertura para 2026¹¹, o FCFE Yield pode ser ainda maior. Mesmo se esses números decepcionarem de alguma forma, ainda temos um conforto e margem de segurança bem razoáveis com a ação negociando nos níveis atuais.

Acreditamos que a mesma transferência de valor que ocorreu do acionista para o credor de forma bastante abrupta nos últimos dois anos, será revertida ao longo do tempo, à medida que a companhia demonstre sua capacidade de geração de caixa e mantendo seus fundamentos operacionais e de rentabilidade, em larga escala, preservados. **Diante de todas as considerações acima, acreditamos que o Assaí será um dos consolidadores e manterá seu destaque de liderança no setor.**

⁹ Price to Earnings

¹⁰ Free Cash Flow to Equity

¹¹ 10 lojas em 2025 e 2026 cada

III – Interação com Assaí

Um dos pilares da Neuler é aumentar nosso conhecimento sobre as empresas através de uma interação consistente com as empresas investidas ou que acompanhamos. Essa comunicação pode ser feita de diversas formas, mas sempre é respaldada por uma atitude construtiva e focada em questões materiais nas quais acreditamos que, se endereçadas pela administração, irão destravar valor para os acionistas.

No caso de Assaí, nossa maior posição hoje na carteira, elencamos há dois anos os seis pontos que identificamos potencial criação de valor:

1. Política de Partes Relacionadas mais transparente e respeitando os acionistas minoritários (pré-desinvestimento do Casino, antigo controlador);
2. Conselho de Administração (C.A.) mais independente e complementar;
3. Plano de Compensação de longo prazo, com metas mensuráveis e que assegurasse um maior alinhamento junto aos acionistas;
4. Alocação de capital ancorada em um nível de dívida que permita flexibilidade estratégica;
5. Divulgação de informações de forma mais transparente ao mercado e que seja referência entre as empresas listadas;
6. Plano de Sucessão para o CEO no longo prazo.

A administração implementou uma ampla agenda nesses últimos 24 meses desde que iniciamos nossas primeiras interações de engajamento mais direto com a companhia. Os pontos de 1 a 3 acima foram instituídos. Os itens 4 e 5 são atividades já realizadas, mas deve ter-se em mente a continuidade das mesmas. E, por último, o ponto 6 continua avançando. Exemplos concretos dessa agenda incluem:

1. Política de Partes Relacionadas claramente veta o voto da parte interessada;
2. Conselho de Administração eleito possui 8 membros independentes dos 9 participantes, com *backgrounds* complementares e com pessoas sêniores na indústria de varejo, finanças, risco, governança e em gestão de pessoas. Os comitês de assessoramento têm prestado contas de forma regular aos investidores;
3. Plano de Compensação aprovado na AGO/E de abril de 2024 possui um componente de Sócio-Executivo, no qual 70% estão ligados a um crescimento real mínimo de *EPS* de 20% ao ano durante 7 anos para 3 executivos-chave da empresa e um período de *lock-up* das ações por 3 anos adicionais;
4. Assaí melhorou o perfil de sua dívida, alongando o vencimento e diminuindo o *spread*, com uma agenda clara de desalavancagem aprovada no C.A., que já mostra uma redução da dívida bruta;
5. Aprovação no C.A. de uma política contínua de caixa mínimo;
6. A empresa demonstrou comprometimento em aperfeiçoar sua estratégia de comunicação e transparência com o mercado, através de exemplos como:

fortalecimento da nota explicativa sobre os passivos de arrendamento, desconto de recebíveis, cálculo do endividamento, abertura do cronograma de amortização e caixa médio aplicado;

Em nosso diálogo com Assaí, vemos uma pauta clara, com alta materialidade e impacto bem definido. Seguiremos sempre atentos às diversas oportunidades de interagir nas mais diferentes formas com as empresas. Tal atividade atua como instrumento de criação de um círculo virtuoso entre os investidores e a empresa, aumentando a confiança entre as partes e o conhecimento estratégico.

Disclaimer

Gestor

Neuler Capital Gestão de Recursos Ltda.
Av. Ataulfo de Paiva, 1079, 11º 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).

