

Relatório de Gestão Neuler Capital

Dezembro/2025

I – Comentário do Gestor

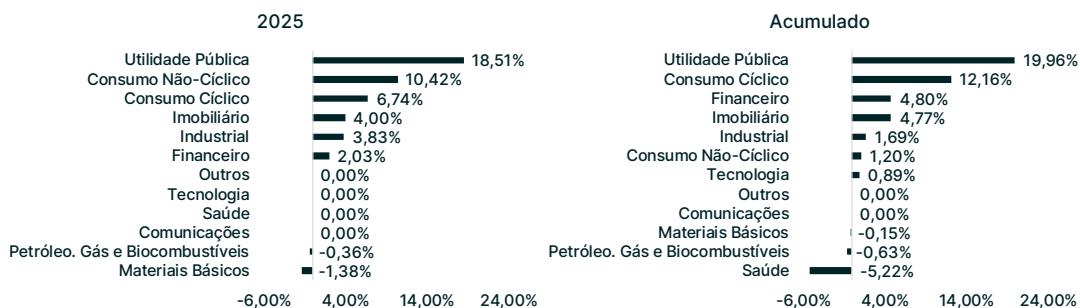
O ano de 2025 foi marcado por um forte movimento positivo no preço das empresas. No custo de capital atual, ainda acreditamos que os papéis investidos possuem potencial de valorização.

Devemos sempre estar atentos às oportunidades, procurando empresas com maior assimetria de valor, boa administração, ciclo operacional saudável, maior visibilidade de geração de caixa e com mais resiliência. No último semestre de 2024, havíamos aumentado a alocação no setor de Utilidades Públicas e fizemos realocações importantes dentro do setor de Consumo: dado o deslocamento relevante de preços no primeiro semestre, identificamos empresas com assimetrias de risco/retorno similares, mas com maior visibilidade de geração de fluxo de caixa e/ou menos alavancadas.

Acreditamos que as mudanças realizadas nesse período aumentaram a TIR¹ esperada da carteira, com um incremento de qualidade (operacional, negócio, *management*, governança) nas companhias investidas. Utilidades Públicas e Consumo (Cíclico e Não-Cíclico) foram os principais contribuidores de performance em 2025. Individualmente, Axia Energia (antiga Eletrobrás) e Assaí foram os destaques individuais, seguidas por Copel, Panvel e GPS Participações.

¹ Taxa Interna de Retorno

Atribuição de Performance Setorial



Fonte: Neuler Capital, 31/12/2025

Para o Gestor de Recursos, é imperativo estar constantemente insatisfeito, buscando sempre novas oportunidades e revisitando os *cases* de investimento. Dessa vez, em 2025, a carteira do fundo teve mudanças mais pontuais, principalmente em posições menores. Empresas ligadas a *commodities* (Suzano e PRIO) saíram do portfólio e houve redução da exposição ao setor de Consumo Discricionário, direcionando a alocação para o setor Financeiro e aumentando o setor de Industriais e *Malls*.

Nossa carteira hoje está dividida em três grandes grupos de tamanho. O Top 6 possui posições entre 8,5% e 10%, seguido por um bloco de cerca de 5 empresas, cada uma com 5%/6%. Procuramos alocar em posições principais de carregos, priorizando companhias de maior qualidade e *spread* de risco/retorno acima da média. As demais posições que completam a carteira – também cerca de 5 – permanecem entre 2,5% (posição mínima do fundo) e 5%.

Ficamos satisfeitos com o fato de nossa carteira permanecer aderente aos pilares de investimento que norteiam a Neuler, conforme comentado com nossos investidores:

1. concentração em poucos nomes, privilegiando a alocação nas principais posições: nosso Top 6 corresponde a 52% e o Top 10, a 76%;
2. visão de longo prazo: das 6 principais posições do fundo no fechamento de 2024, houve apenas uma troca, ocasionada pelo aumento de GPS Participações e redução de Vulcabrás, que continua no portfólio;
3. Alguns nomes diferentes e fora do senso comum.

Não é segredo que o principal assunto das discussões atuais aqui no Brasil seja as eleições de 2026. É possível ver muitos agentes de mercado comentando sobre quais seriam os gatilhos para uma eventual mudança do governo, ou não, e de que forma isso poderia impactar os preços dos ativos. Os comentários giram em torno de como “outubro irá definir o futuro do país pelos próximos 20 anos”. Das poucas certezas que temos em relação ao tema, uma delas é de que “outubro vem e vai”, assim como diversos outros eventos e crises pelos quais já passamos.

Como fazemos sempre questão de lembrar, atuamos em um ambiente de altíssima complexidade, cercado de incertezas e aleatoriedade. Não podemos balizar nossas decisões de investimento em empresas apenas nos atores políticos, contexto macroeconômico e em quem será o presidente no fim de 2026.

Acreditamos que, nesse momento, seja impossível determinar se haverá uma alternância política ou, até mesmo, quem ocuparia o cargo de presidente, ou como seria a composição do Congresso Nacional. Da mesma forma, é igualmente desafiador tentar prever exatamente quando e como o mercado passará a incorporar o evento das eleições de 2026 no preço dos ativos de forma mais relevante. Por último, mas não menos importante, tampouco saberemos se os governantes eleitos, independente do espectro político, serão capazes de promover as reformas necessárias para o progresso do país. O único consenso é que, com o passar do tempo, o ajuste fiscal se torna mais necessário e mais intenso. Adiciona-se a isso os riscos provenientes do cenário internacional e inúmeras outras variáveis – positivas e negativas – que surgirão ao longo do tempo.

Para mostrar as limitações de se decidir só em cima de previsões, vamos imaginar o seguinte: voltamos ao ano de 1996. No primeiro dia útil, um gestor recebe a visita de um viajante do tempo que veio de 2026, 30 anos à frente. Em uma breve conversa, esse viajante desabafa das enormes dificuldades que ele enfrentou ao longo desses 30 anos na economia. Ele começa a citar as diversas crises – locais e externas – que nos abalariam à frente. Tais eventos remontam desde a Crise da Ásia (1997), passam pela Crise da Rússia (1998), Dot.com Bubble (2000), Atentados de 11 de setembro e Racionamento de Energia (2001), Subprime (2008), grave recessão econômica no Brasil (2016), Covid (2020), Tarifaço americano (2025), dentre outros.

Se a história acabasse aí, o tal gestor, ao receber esse turbilhão de notícias ‘negativas’, não teria muitas opções. Provavelmente mudaria de profissão, país ou até mesmo de

planeta. Faltou ao nosso homem do futuro uma mensagem um pouco mais otimista: nesse mesmo mundo, a despeito dos desafios, continuamente surgem oportunidades e há empresas que optaram, nesse mesmo período, por ter uma melhor governança, que tomaram boas decisões de alocação de capital, que mostraram mais comprometimento com o negócio e que criaram melhores incentivos para ter visão de longo prazo. Isso criou resiliência, maior estabilidade gerencial e capacidade de criar boas situações. E, apesar do tamanho das ondas, conseguiram e continuam a surfar bem nelas.

When everybody goes insane, staying sane is your competitive advantage –
Charlie Munger²

Investir em ativos de risco exige manter uma rotina firme de disciplina, mantendo-nos fiéis a nossos princípios e filosofia de investimentos a despeito da volatilidade do mercado e dos ciclos político-econômicos. Sem dúvidas, oportunidades não faltarão, independentemente do cenário. Ou seja, se tem algo que a história recente de nosso país e do mundo nos mostra é de que não estamos em um jogo de ‘tudo ou nada’. Pelo contrário: é um jogo de muita paciência, perseverança e sobrevivência.

Portanto nesta estrada cheia de curvas perigosas, somos apenas passageiros. Não controlamos nenhum desses eventos externos. Isso vale tanto para os próximos 12 meses (onde hoje está o foco do mercado como um todo) quanto para os próximos 12 anos. Mas não seremos apenas espectadores na gestão: cabe a nós ajustarmos o portfólio de acordo com as assimetrias que surgem a partir de cada situação.

“...the key to dealing with the future lies in knowing where you are, even if you can't know precisely where you're going. Knowing where you are in a cycle and what that implies for the future is very different from predicting the timing, extent, and shape of the next cyclical move.” – Howard Marks³

² Poor Charlie's Almanack: The Essential Wit and Wisdom of Charles T. Munger, by Charles T. Munger & Peter D. Kaufman, 2005

³ Nov/2001, <https://www.oaktreecapital.com/docs/default-source/memos/2001-11-20-you-cant-predict-you-can-prepare.pdf>

Acreditamos que ainda estamos em um ambiente de **i) valuations deprimidos** (não elevados); **ii) expectativas baixas** (não altas); **iii) juros altos** (não baixos); **iv) seguidos** anos de fluxos de saída (não de entrada); **v) mercado de IPO “morto”** (não aquecido); **vi) alocação em ações brasil** nos mais baixos níveis históricos (não como classe “querida”). Dito isso, parece que a assimetria de risco está mais a favor do que contra. Não à toa, permanecemos com alocação alta (95%) e enxergamos uma TIR de ~13%/14% em termos reais no nosso portfólio.

Embora a assimetria esteja mais favorável de maneira geral, isso não dispensa o nosso trabalho de *stock picking* e, portanto, não iremos ‘comprar por comprar’. No entanto, esse ambiente propicia uma oferta mais abundante de oportunidades de investimento que se alinhem com as características mencionadas, a preços atrativos.

II – Interação com as Empresas

Em abril de 2025, encerramos nossa participação como membro do Conselho de Administração de Assaí⁴ tendo um sócio como conselheiro. Durante todo o processo, engajamos em ter discussões construtivas, seguindo pautas claras e materiais para a empresa, com o objetivo de destravar valor para todos os acionistas.

A partir de abril de 2025, após um evento societário que culminou na saída de um acionista relevante da Multiplan, um dos nossos sócios passou a fazer parte do Conselho de Administração da empresa.

Acreditamos que essa e outras interações com as empresas criam um círculo virtuoso entre gestora e empresa, aumentando conhecimento estratégico e confiança entre as partes. Esse diálogo permite uma interação mais eficiente com o *management* das empresas, incentiva a participação nas discussões estratégicas das companhias (plano de remuneração, alocação de capital, indicação de nomes para Conselhos e Comitês, dentre outros) e valoriza o direito de voto.

⁴ Maiores detalhes em nosso [Relatório de Gestão de 2024](#)

Olhando para frente ...

Investir em ações exige disciplina, consistência e ser fiel a nossa filosofia de investimentos, especialmente nos momentos em que a visibilidade diminui e os ruídos aumentam. Os ciclos vão e vêm, crises surgem e desaparecem, e o mercado constantemente testará a resiliência dos investidores. Ao longo do tempo, não temos como controlar os eventos externos, tampouco prever seus desdobramentos. O que está sob nosso controle é a forma como reagimos a eles.

Nosso negócio é uma jornada onde temos que começar o dia com muita determinação e atenção, sempre nos lembrando que investimos com horizonte de longo prazo e com mentalidade de dono. Seguimos confiantes com nosso portfólio, onde vemos uma TIR real “eterna” de ~13/14%. Excluindo as “*bond proxies*”⁵, nosso portfólio negocia a 8x P/E 2027e, 6% de *dividend yield* e 1x Dívida Líquida/Ebitda.

	Maior Posição	Top 6	Top 10	Caixa	Exposição Total	Nº de Empresas	Neuler Acoes FIC FIA	IPCA + Yield IMA-B 5+	Ibovespa
ITD ¹	9,97%	44,4%	64,1%	9,6%	90,4%	19	26,86%	41,86%	49,66%
2022 ¹	7,3%	36,7%	53,8%	16,0%	84,0%	22	-4,84%	2,65%	1,92%
2023	8,6%	36,5%	52,3%	19,0%	81,0%	21	24,84%	10,63%	22,28%
2024	10,3%	45,1%	66,1%	3,9%	96,1%	18	-26,15%	11,43%	-10,36%
2025	11,6%	53,5%	76,4%	4,4%	95,6%	15	44,60%	12,10%	33,95%

Fonte: Neuler Capital, 31/12/2025

¹desde 29/09/2022

Dados da carteira acima são a média dos respectivos períodos

Obrigado pela confiança!

Neuler Capital

⁵ Setores de Utilidades Públicas e *Malls*

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).