



4^a Carta aos Investidores

2º semestre de 2023

Caro Investidor,

Nesta quarta carta, faremos uma revisão do portfólio em 2023 e uma discussão mais profunda sobre a transformação digital mais relevante ocorrendo hoje no Brasil, a do **Itaú**.

Após aumentos relevantes nos juros de curto e longo prazo ao redor do mundo em 2022, vivemos uma situação mais positiva nos mercados em geral ao longo de 2023. Nos Estados Unidos, apesar das taxas de juros de curto prazo terem continuado a subir, a taxa de juros pré-fixada de 10 anos ficou estável. A normalização nas expectativas para os juros longos, combinada com a queda de 19,4% do S&P no ano anterior (2022), criou condições para retornos melhores tanto nos mercados desenvolvidos quanto nos emergentes.

No Brasil, o cenário também foi bem mais positivo do que em 2022. A situação fiscal caminhou em uma direção sem rupturas, a curva de juros respondeu positivamente e saímos de um aumento de 198 bps na taxa pré-fixada de 3 anos ao longo de 2022 para uma redução de 288 bps na mesma taxa ao longo de 2023, seguindo o início do ciclo de queda de juros em agosto deste ano.

Com esse pano de fundo, as ações no Brasil também performaram positivamente, e o Ibovespa subiu 22,3% no ano. Após dois anos desafiadores para o mercado de ações no Brasil, tivemos um ano em que a performance positiva foi mais ampla que nos anos anteriores.

Período	Performance IBOV	% das ações com performance positiva
2021	(11,9%)	30%
2022	4,7%	41%
2023	22,3%	66%

Fonte: Aster Capital e Bloomberg

Olhamos nosso portfólio como uma *holding* não operacional de alguns dos melhores negócios do Brasil, desenhada para buscar sólidos retornos ajustados a risco. Essa *holding* continuou entregando um sólido desempenho operacional, que foi seguido por uma boa performance das ações, e o Aster FIC FIA subiu 31,1% em 2023 ([material de divulgação](#)):

Média ponderada do portfólio	3T23 LTM ¹ vs 3T22 LTM ¹
Crescimento de Receita	22%
Crescimento de EBITDA ^(a)	28%
Crescimento de Lucro ^(b)	26%
ROIC	19%

Fonte: Aster Capital

(a) Crescimento médio ponderado de EBITDA ex-MELI = 20,2%

(b) Crescimento médio ponderado de EPS ex-Nubank e MELI = 14,2%

Entendemos que a combinação de um bom desempenho operacional dos negócios no portfólio, com a virada do ciclo de juros e múltiplos de entrada atrativos explicaram o resultado de 2023.

Atribuições

Discutiremos em seguida as 3 posições que tiveram a maior contribuição positiva para o resultado do ano: **MercadoLibre**, **Itaú** e **Equatorial**, nessa ordem.

MercadoLibre (MELI)

A liderança do e-commerce na América Latina já pertence ao **MercadoLibre** há muitos anos, mas em 2023 vimos esse processo de consolidação acelerar. O evento Americanas contribuiu para que o MELI acelerasse o crescimento de suas vendas no Brasil, de ao redor de 20% no início do ano para quase 40% nos últimos meses do ano. Essa aceleração gerou ainda mais ganhos de escala que, combinados com boas performances em publicidade digital e fintech, geraram uma surpresa relevante de lucros.

Em nossas estimativas, MELI começou o ano negociando a 44x P/E 1Y *forward*², subiu 86% em 2023, e terminou o ano negociando aos mesmos 44x P/E 1Y *forward*. Tínhamos um lucro estimado substancialmente maior do que o consenso no começo do ano, e, ainda assim, revisamos nosso lucro de 2023 em mais de 30% ao longo do ano.

Itaú

Itaú apresentou um ano sólido, com uma performance de inadimplência substancialmente superior aos seus pares, um crescimento de lucro de 12% (últimos 12 meses) e uma posição de balanço com espaço para acelerar crescimento de carteira e também aumentar a distribuição de caixa aos acionistas, pois está com *Capital Tier 1* em 14,6%.

Mesmo após uma alta de 42% em 2023, vemos o **Itaú** negociando a 8x P/E 1Y *forward* e 6% de *dividend yield*, crescendo o lucro em mais de 10% no ano em que esperamos ver os juros voltarem a um dígito.

Equatorial

A Equatorial registrou um ano de resultados excepcionais em 2023, superando as expectativas em todas as frentes de seu negócio: excelência operacional, gestão regulatória e alocação de capital.

A empresa manteve seu foco na excelência na prestação de serviços, registrando uma redução em perdas de energia, além de um bom controle de custos e inadimplência. Ao longo de 2023, tiveram sucesso nas revisões tarifárias das distribuidoras do Pará, Piauí e Goiás, as quais representam cerca de 50% do EBITDA consolidado, resultando em uma revisão positiva de 10% a 15% no lucro operacional regulatório dessas distribuidoras. Adicionalmente, foi o primeiro ano de operação da recém-adquirida distribuidora de Goiás, que apontou para um lucro operacional 30% acima do inicialmente previsto.

Com base nas entregas de 2023, revisamos a curva projetada de EBITDA da Equatorial em +13% e a curva de lucro por ação (EPS) em +17%. Essa magnitude de revisão é muito relevante em um negócio considerado por muitos como maduro e com poucas oportunidades de surpresas incrementais.

As 3 posições que tiveram as maiores contribuições negativas para o resultado do ano foram **Hypera**, **Assaí** e **Eletrbras**. Como já discutimos **Assaí** e **Eletrbras** em [nossa última carta](#), focaremos em **Hypera**.

Hypera

Gostamos do negócio da **Hypera**. É uma indústria em que as companhias mais relevantes têm variações modestas de *market share* orgânico e ROICs geralmente altos. Além disso, participa do longo e relevante processo de envelhecimento populacional do Brasil, o que sugere um crescimento da demanda por seus produtos por muitos anos.

Por outro lado, com uma alavancagem de 2,7x Dívida Líquida/EBITDA, e um negócio intensivo em capital de giro, ela tem um perfil de geração de caixa mais sensível a decepções de receita. Como ela desapontou na receita ao longo de 2023, revisamos os lucros estimados e isso nos levou a encontrar um retorno esperado ajustado a risco melhor em outras alternativas.

Pano de fundo para os investimentos em empresas no Brasil

Entramos em 2024 com uma visão construtiva para o retorno esperado em investimentos de longo prazo em bons negócios no Brasil. Entendemos que os 3 fatores determinantes para o retorno futuro no investimento em empresas, e que também explicam a performance de 2023 são: (1) múltiplo de partida; (2) ciclo de juros (custo de capital) e (3) desempenho operacional dos negócios. Os 3 *drivers* continuam em uma direção positiva.

1. Múltiplos de partida

Apesar da valorização do portfólio ao longo de 2023, entendemos que os múltiplos ainda não refletiram o movimento da curva de juros e continuam atrativos. Em muitos casos, nem sequer houve expansão de múltiplos ao longo de 2023, porque a performance da ação foi mais do que justificada pelo crescimento de lucro (como o exemplo do MELI anteriormente).

Testamos isso de 2 formas diferentes, e ambas sugerem que o movimento dos juros ainda não foi refletido nos múltiplos:

A. Evolução absoluta do múltiplo do portfólio: Usando tanto o portfólio médio do ano quanto o atual, vemos que a média ponderada dos múltiplos³ do portfólio teve uma contração ao longo de 2023 de 1% a 4%. Ou seja, a performance do portfólio não implicou uma expansão média de múltiplos.

B. Histórico longo de múltiplos do Ibovespa Ex. Commodities⁴: Continuamos vendo o mercado em geral negociando mais de 1 desvio-padrão abaixo da média histórica.

Ibovespa Ex. Commodities PE 1 Year Forward



2. Ciclo de Juros

O mês de agosto de 2023 oficializou o início do ciclo de queda de juros no Brasil. Não sabemos a magnitude e nem a duração desse ciclo, mas estamos em um ciclo de queda de juros que veio após o maior ciclo de alta dos últimos 20 anos, de 2% para 13,75%. **Nos últimos 20 anos, tivemos 6 ciclos de quedas de juros no Brasil, e 5 deles foram períodos de retornos positivos no Ibovespa.**

Ainda que não saibamos a taxa terminal de juros ao fim do ciclo, está praticamente contratado que os juros médios de 2024 serão menores do que 2023, e uma probabilidade muito alta de que em 2025 também sejam menores do que 2024. Além dos efeitos possíveis de aceleração da atividade econômica e expansão dos múltiplos, isso representa um empurrão positivo no lucro da maior parte das companhias, pois implicará em menores despesas financeiras.

3. Desempenho operacional dos negócios

Esse é o fator no qual investimos a maior parte do nosso tempo e energia, buscando mitigar os riscos que podem machucar os retornos futuros. Como exemplo, em 4 dos nossos 5 maiores *attributions* negativos de 2023, tivemos revisões negativas de lucros ao longo do ano.

Por outro lado, pode soar repetitivo, mas continuamos a ver os bons negócios no Brasil ficando ainda mais fortes, expandindo sua superioridade em relação aos seus pares. Nossas estimativas de lucro não contavam com crescimentos modestos, e, ainda assim, a média ponderada das revisões de lucros 2023 e 2024 das empresas do nosso portfólio atual foram +5% e +9%, respectivamente, ao longo do ano. Além disso, as revisões foram positivas em 63% dos casos.

Ou seja, podemos dizer que, em geral, os negócios do portfólio surpreenderam na entrega em um ano desafiador, e entram em 2024 ainda melhor posicionados para continuar expandindo a superioridade de suas operações.

A transformação digital e a evolução dos modelos de negócios

A transformação digital é o processo contínuo pelo qual uma organização adapta seu modelo operacional, adotando aspectos de uma empresa de tecnologia baseada em produto, suportada por uma plataforma digital.

Esse processo é uma resposta das empresas incumbentes ao surgimento, no Brasil, de empresas nativas digitais focadas no usuário final (cliente) na década de 2010 em diante, com lançamentos rápidos de produtos e serviços e com forte especialização em setores da economia. As startups "x_tech", como fintechs, retailtechs, healthtechs, edtechs, surgem em um período da economia no qual os clientes de empresas B2B e B2C, influenciados por essas novas experiências digitais, elevam suas expectativas de experiência de consumo, exigindo dos incumbentes um novo nível de serviços.

A onda de investimento em projetos de transformação digital, que emergiu nas empresas incumbentes, é também uma consequência natural das três ondas anteriores: a criação dos aplicativos para celular, a migração para a nuvem (*cloud*) e a redução nos custos de desenvolvimento de software.

Inicialmente, essa tendência é percebida como uma internalização desses avanços tecnológicos. No entanto, uma retrospectiva revela que a transformação digital transcende o aspecto puramente tecnológico em empresas não técnicas. Ela provoca mudanças nos modelos de negócios das empresas, em especial nos seus processos internos que eram orientados a produto e canal, transformam diversos aspectos de seu negócio:

- Adotam jornadas centradas no usuário (cliente);
- Criam novas estruturas organizacionais, em times que agora possuem mais autonomia e *accountability*;
- Adaptam os modelos de remuneração de executivos;
- Adotam uma mentalidade de experimentação, entendendo o erro como meio para o processo de inovação e da agilidade como metodologia de trabalho.

A empresa nativa digital nasce testando e buscando um encaixe de um produto a um mercado, que, quando bem sucedida, evolui para um capítulo de forte investimento em aquisição de clientes. Caso essa etapa funcione, o negócio começa a encontrar estabilidade em um modelo que apoia um produto/serviço em plataformas digitais que operam em escala, e permitem à empresa diminuir tanto o custo unitário médio de aquisição de clientes quanto o custo de servir esses clientes. O passo seguinte então é adicionar novos produtos e novas avenidas de receitas, com custos e despesas marginais substancialmente menores que os modelos de negócios tradicionais.

A empresa incumbente, diferente da nativa digital, não precisa de inovação transformacional para conquistar uma grande base de clientes, pois ela já detém essa base. Ela precisa de uma adaptação em certos aspectos de negócio para combater esses desafiantes baseados em tecnologia. Discutiremos então quais são esses aspectos-chave.

Os três aspectos de negócios da transformação digital

1. Mentalidade Digital

A **Mentalidade Digital** é provavelmente o aspecto de negócio mais complexo no processo de transformação digital. Ela requer uma mudança profunda na forma como equipes e executivos trabalham.

Em empresas incumbentes, a mentalidade mais frequente é a de manutenção do *status quo*. Geralmente os produtos e serviços já estão estabelecidos com uma ampla base de clientes, e o foco está na eficiência operacional. Por esse motivo, os incentivos do time buscam maximizar a execução eficiente do escopo já existente.

Até mesmo os programas e projetos de melhoria contínua de satisfação do cliente esbarram na forma tradicional de operar, pois foram construídos sobre um sistema de incentivos focado em entregas de melhorias incrementais do escopo existente.

2. Metodologia Ágil

A **Metodologia Ágil** é o pilar que viabiliza a implementação da mentalidade digital.

Essa metodologia representa uma filosofia de trabalho que prioriza a agilidade e adaptabilidade. Para isso, as equipes operam em ciclos curtos, chamados sprints, buscando desenvolver, testar e iterar produtos rapidamente. Isso permite que a organização responda de maneira flexível às mudanças do mercado e às necessidades dos clientes.

Ao desenvolver um novo produto, as companhias nativas digitais geralmente não conhecem de forma precisa os fenômenos de mercado que determinarão o sucesso desse produto. As incumbentes, por sua vez, sofrem com um desconhecimento semelhante, relacionado ao escopo. A metodologia ágil busca endereçar esses desconhecimentos por meio da agilidade e adaptabilidade.

As incumbentes geralmente trabalham com grandes projetos, em uma metodologia *waterfall*, que parte da premissa que o escopo do projeto é conhecido e que já foi, ao menos em parte, executado alguma vez. Isso implica em um planejamento para execuções longas (de pelo menos um ano), progredindo sempre adiante nas etapas - sem a possibilidade de retornar para reavaliar alguma micro etapa. Assim, não se pode cometer erros, e a aprovação é baseada na perspectiva de retorno financeiro dentro daquele ciclo orçamentário anual.

Dessa forma, as entregas precisam ser amplas, com equipes apartadas, trabalhando em silos isolados e eficientes em seus respectivos domínios, acompanhadas de um processo de avaliação de performance que se alinha a esses mesmos grandes ciclos.

Os incumbentes passam a encarar um desafio duplo: executar com eficiência o legado e, simultaneamente, inovar na criação de novos produtos e serviços suportados por uma plataforma digital. Essa execução exige uma desconstrução da forma clássica de se trabalhar e o desenvolvimento de uma ambidestria organizacional.

Autonomia e alinhamento estratégico

Uma característica fundamental da metodologia ágil é a autonomia das equipes. No entanto, essa autonomia requer um alinhamento estratégico e de resultados, assegurando que todos os esforços estejam contribuindo para os objetivos mais amplos da empresa.

Essas equipes, denominadas *squads*, são geralmente compostas por pessoas das seguintes áreas: (1) negócios, (2) tecnologia e (3) produtos.

Os produtos, por sua vez, são ofertas habilitadas por tecnologia - tais como ferramentas, serviços ou experiências -, que proporcionam ao usuário uma experiência que gere valor. A pessoa de produto é quem une dentro de uma *squad* o time de negócios ao time de tecnologia, responsável por garantir que a lista de prioridades de desenvolvimento esteja alinhada ao desafio de negócio e indicadores de sucesso daquela *squad*.

3. Ativos Digitais

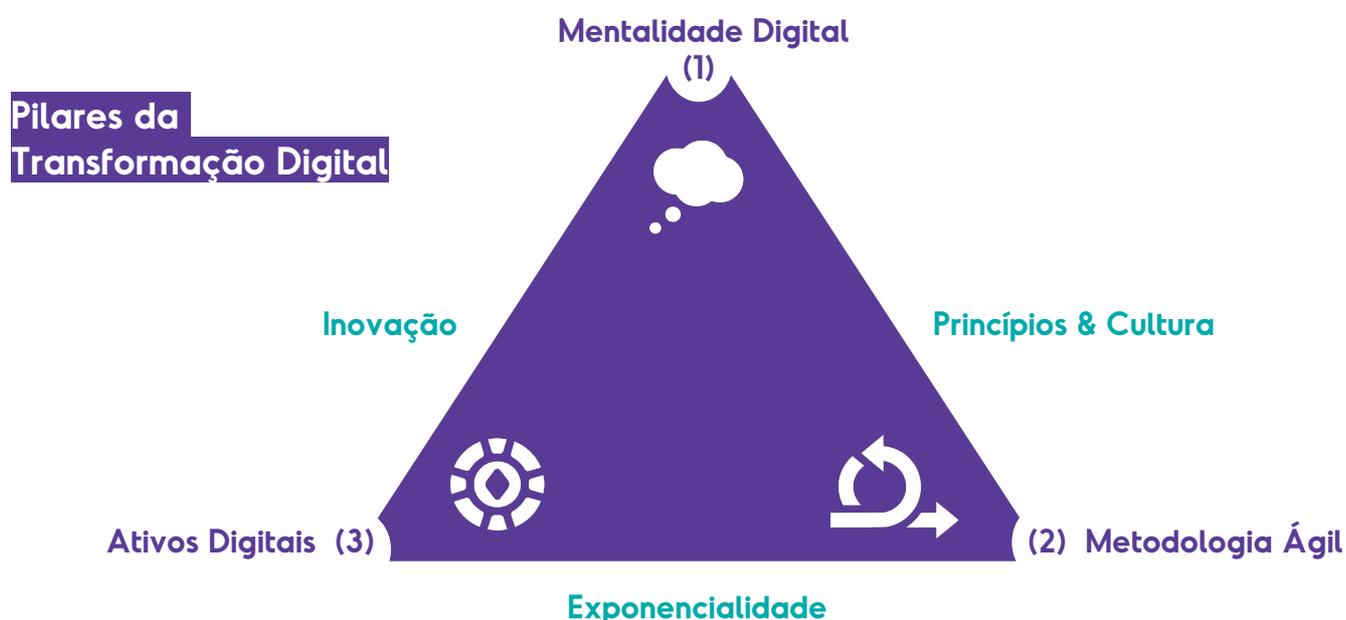
Os **Ativos Digitais** são o terceiro pilar, e consistem nos blocos tangíveis da construção da transformação digital. Eles incluem não apenas o software e o hardware, mas também os dados, algoritmos e interfaces de usuário. Esses ativos permitem que as equipes multidisciplinares de produtos nas empresas criem soluções inovadoras e personalizadas para seus usuários. A capacidade de desenvolver, gerenciar e reaproveitar esses ativos digitais é fundamental para que uma empresa consiga ganhar escalabilidade ao longo do tempo.

Para as equipes de tecnologia das empresas incumbentes, trabalhar em um modelo de engenharia de software focado no desenvolvimento de produtos baseados em ativos digitais e suportados por uma plataforma digital representa um desafio quase inexecutável caso a empresa não tenha investido e aproveitado as ondas de tecnologia anteriores.

A arquitetura de tecnologia de uma empresa incumbente é normalmente baseada em ambientes *on-premise*⁵, administrados por diversos prestadores de serviços de tecnologia com aplicações transacionais como ERPs (*Enterprise Resource Planning*) e CRMs (*Customer Relationship Management*). Essas aplicações geralmente possuem baixo nível de integração e pouca separação de dados, significando que os dados são processados e organizados pelos sistemas transacionais, e não de forma unificada e alinhada à estratégia de negócios da empresa.

Esse ambiente legado limita o desenvolvimento de produtos baseados em tecnologia. Muitas empresas tentaram atualizar sua arquitetura de sistemas e, simultaneamente, adotar metodologias ágeis com mudanças no modelo organizacional, mas falharam nesse processo.

A combinação entre os 3 pilares da transformação digital:



A **mentalidade digital** e a **metodologia ágil** juntas criam um conjunto de princípios e um ambiente que são essenciais para o sucesso da transformação digital. Esta combinação promove uma cultura de inovação contínua e de resposta rápida às mudanças, integrando pessoas de estruturas organizacionais diferentes aos mesmos objetivos de negócios, criando indicadores de avaliação de desempenho únicos para todos, e garantindo que os incentivos sejam os mesmos. Traz um desafio de gestão para as lideranças, pois passam a lidar com times que iteram constantemente, ou seja, experimentam, erram, ajustam, e aplicam os aprendizados novamente.

Por outro lado, a combinação da mentalidade digital com ativos digitais cria um ambiente propício para a inovação contínua, onde novas ideias podem ser rapidamente transformadas em soluções digitais, com entregas rápidas para que, caso falhem, possam ser corrigidas a tempo e melhoradas, buscando atingir um maior nível de satisfação do usuário.

Por fim, a metodologia ágil e os ativos digitais, quando combinados, facilitam um crescimento exponencial para a empresa. O custo incremental para sair de mil para cem mil usuários conectados a um mesmo componente é marginal, e uma arquitetura moderna de desenvolvimento de software, com entregas diárias, permite que esse ativo criado possa ser reutilizado por outros times dentro da empresa, em outros mercados ou com outros desafios, sem a necessidade de reconstruí-lo totalmente.

O movimento de fintechs no Brasil

O segmento com maior número de empresas nativas digitais no Brasil é o das fintechs. Ao final de 2023, o Brasil tinha aproximadamente 1,3 mil startups que se enquadram na categoria de fintech⁶. Esse crescimento no número de fintechs é explicado por alguns fatores: (1) a onda de tecnologia dos aplicativos, (2) a rápida adoção dos smartphones pelos brasileiros como meio principal de acesso à internet, (3) as diversas alterações na regulamentação do setor e (4) o desejo empreendedor de acessar e disruptar o maior *profit pool* do Brasil - o bancário.

Em 2012 surgem no Brasil os primeiros aplicativos de corridas de táxi e compartilhamento de corridas, e, com eles, veio a necessidade de uma experiência sem fricção para o processo de pagamento. Todos nós lembramos da primeira vez em que saímos de uma corrida dessas com a sensação de não ter pago pela corrida por causa da experiência sem fricção do pagamento. Para construir essa experiência, empresas de tecnologia repensaram o serviço de aquisição para permitir que ele funcionasse como um serviço,

Essa demanda crescente por uma nova experiência de pagamentos é um dos motivadores para o Banco Central do Brasil criar e impulsionar um conjunto de regulamentações a partir de 2013⁷ que, criam o conceito de instituição de pagamentos, e marcam o início de uma série de mudanças fundamentais para o desenvolvimento de empresas nativas digitais, fintechs.

Os bancos incumbentes inicialmente não se preocuparam com essas novas ofertas e mudanças de comportamento do consumidor, mas percebem o efeito em sua base de clientes quando contas de pagamento sem taxa e cartões de crédito com limites menores, porém crescentes, surgem no mercado. Essas ofertas novas começam com um escopo limitado, mas evoluíram e, anos depois, **pudemos verificar em nossas pesquisas proprietárias uma massiva migração de contas principais para essas nativas digitais.**

A Transformação Digital do Itaú

O **Itaú**, maior banco privado da América Latina, iniciou o seu processo de transformação digital em 2017, de forma silenciosa, porém contínua e é hoje o banco incumbente mais preparado e avançado nessa transformação.

Em 2008, o **Itaú** se funde com o Unibanco e fica clara a necessidade da criação de uma nova cultura para a nova empresa. Essa cultura resultante trouxe uma busca por excelência em produtos e canais, com indicadores de rentabilidade no nível da oferta apresentada pelo gerente da agência. O banco se tornou uma máquina eficiente, mas sem flexibilidade para o desenvolvimento de novas ofertas e produtos, pois os novos produtos precisariam já nascer eficientes e rápidos para não tomar tempo do gerente da agência e afetar seu indicador de rentabilidade. Esse foi um dos motivos que fez com que produtos ligados a seguros, por exemplo, não ganhassem relevância.

Dessa forma, o **Itaú** consolidou uma mentalidade tradicional de manutenção eficiente do negócio, com processos claros, foco em produtos e canais, com evoluções incrementais ocorrendo de forma recorrente e em uma estrutura organizacional hierarquizada.

Primeiro Aspecto: Mentalidade Digital

Em maio de 2017, **Candido Bracher** assumiu como presidente do Itaú e mesmo vindo de um histórico de atacado ele traz logo no início do seu mandato duas mudanças importantes para o banco: (1) Posicionar o cliente no centro da estratégia, implementando a metodologia de NPS⁸ (*net promoter score*) em todas as áreas do banco e incluindo esse indicador na avaliação que define a remuneração dos executivos; (2) A conscientização do time sobre conceitos da cultura e metodologia ágil.

Em 2020 o **Itaú** começa as primeiras mudanças do modelo organizacional existente para um modelo de comunidades, mais conhecidas nas metodologias ágeis como tribos, que são estruturas multidisciplinares lideradas pelas áreas de negócios, mas com participantes das áreas de produto e tecnologia completando o time.

Segundo e Terceiro Aspectos: Metodologia Ágil, Ativos Digitais

Em fevereiro de 2021, **Milton Maluhy** assume como presidente do banco e começa a endereçar os pontos faltantes para que a sinergia entre esses dois aspectos possa acontecer.

Além da troca do presidente do banco, o conselho de administração também muda e traz como membro independente **César Gon**, CEO e fundador da **CI&T**, especialista em auxiliar grandes empresas no processo de transformação digital. César, juntamente com **Frederico Trajano**, CEO do **Magazine Luiza**, que já era membro do conselho, são duas vozes com ampla experiência para auxiliar o conselho no processo de transformação digital.

No início do mandato do **Milton Maluhy**, já havia boas evidências de que o **Itaú** caminhava para uma transformação digital de sucesso, mas o banco estava ainda enfrentando um desafio estratégico importante: a perda de talentos para empresas nativas digitais que usavam o *equity* como ferramenta de atração.

Milton Maluhy rapidamente reduz os níveis hierárquicos da estrutura organizacional do banco, muda o número de membros do comitê executivo, reduz o número de cargos, aumenta de duzentos para quatrocentos o número possível de pessoas para o programa de sócios do banco e implementa uma nova frase da cultura organizacional: "*Nós não sabemos de tudo*".

Essa frase resume a essência das sinergias dos três aspectos da transformação digital: a constante e incansável vontade de buscar a melhoria de um produto ou serviço por meio de iterações centralizadas no usuário (cliente), combinada com um ambiente que proteja os participantes da empresa de punições pelo erro, e com autonomia para tomada de decisões com *accountability*.

Nas palavras do próprio Milton, o **Itaú** sai de uma empresa "feita para você" e se torna uma empresa "feita com você" cliente.

Em nossas pesquisas encontramos diversas pessoas da equipe de tecnologia, algumas com mais de dez anos no **Itaú**, repetindo o quanto estavam motivadas por ser "a primeira vez na história do banco" em que podem trabalhar com determinadas tecnologias, e numa arquitetura mais moderna. Podemos observar isso também na maneira como o banco trabalha com parceiros externos de tecnologia, sua jornada de migração para nuvem em parceria com a AWS, o uso de uma tecnologia como a da Pismo para suportar o *back-end* de toda operação core de cartão do banco, e como conseguiu integrar as equipes da Zup adquirida no final de 2019.

Um outro movimento positivo que conseguimos identificar em nossa pesquisa foi a adoção de uma orientação mais moderna e estruturada para dados. O **Itaú** tem conseguido unificar e democratizar, com segurança, o acesso a dados entre diferentes comunidades de produtos, o que potencializa a criação de experiências únicas para os clientes. Com o passar do tempo, produtos que foram concebidos de maneira separada, como conta corrente e cartões de crédito, podem ser combinados e os aplicativos onde eles rodam podem ser unificados, materializando uma nova rodada de evolução nas jornadas dos clientes. O desafio de retenção de talentos estratégicos para o banco foi, aos poucos, sendo endereçado.

Em dezembro de 2023, Milton e seus time de diretores divulgaram uma carta compromisso com os seguintes pontos:



- **Queremos ser a empresa de serviços financeiros mais centrada no cliente do mundo**
- **Obstinados por escutar e entender o cliente**
- **Tecnologia é responsabilidade de todos**
- **Precisamos usar os dados e AI**
- **Desafio do status quo sem medo**
- **Tudo é do banco e não de uma área apenas**
- **Reuso é prioridade**

Esses pontos evidenciam as sinergias entre os aspectos de transformação digital, como o reuso, o foco em dados e tecnologia e a orientação que os ativos digitais produzidos são do banco e não somente de uma área. Mostram uma empresa orientada a produto e suportada pela construção, ainda em andamento, de diversas plataformas digitais.

A cultura do **Itaú** está evoluindo, e é o fator que conecta e habilita as transformações benéficas por vir nesse novo capítulo em que o banco está vivendo. Um exemplo que encontramos para tangibilizar isso foi a tabela abaixo, demonstrando como evoluiu a incidência da palavra "cultura" nos últimos *calls* de resultado do banco:

	Total de <i>Earnings Calls</i>	Nº de menções à "Cultura"
Gestão Candido Bracher (1T 2017 – 4T 2020)	16	2
Gestão Milton Maluhy (1T 2021 – 3T 2023)	11	54

Fonte: Aster Capital e companhia

Os efeitos da transformação digital do Itaú para nossa tese de investimentos

O Brasil conta com uma população economicamente ativa de mais de cem milhões de pessoas e também com mais de duzentos milhões de smartphones. O movimento das fintechs, juntamente com a aceleração da adoção de contas digitais durante a pandemia fez com que a bancarização do brasileiro se tornasse um assunto quase que resolvido. Nossas pesquisas proprietárias sugerem que o processo de aumento contínuo de contas bancárias por cliente, por outro lado, já se esgotou, e o jogo agora será primariamente definido pelo grau de engajamento que as instituições tiverem com seus clientes.

Acreditamos que o banco **Itaú** encontrou nesses últimos anos um caminho para um processo de transformação digital de sucesso. Foi capaz de entender como criar as sinergias entre os três aspectos desse processo, e mesmo com a disputa com algumas fintechs nativas digitais vencedoras, o banco tem sido capaz de manter seu relacionamento de principalidade com sua base de clientes, e reforçando seu potencial de desenvolver novos produtos e experiências para esses clientes.

Nossas pesquisas proprietárias indicam que o **Itaú** é o único incumbente que não perdeu principalidade⁹ nos últimos 3 anos, o que é aderente ao fato de que ele também apresenta o maior NPS dentre os incumbentes, além de uma concentração maior de clientes de renda mais alta em relação à pirâmide populacional do Brasil. Achamos improvável que a performance sólida do Itaú em principalidade e NPS não tenha relação com a transformação digital que vem executando desde 2017.

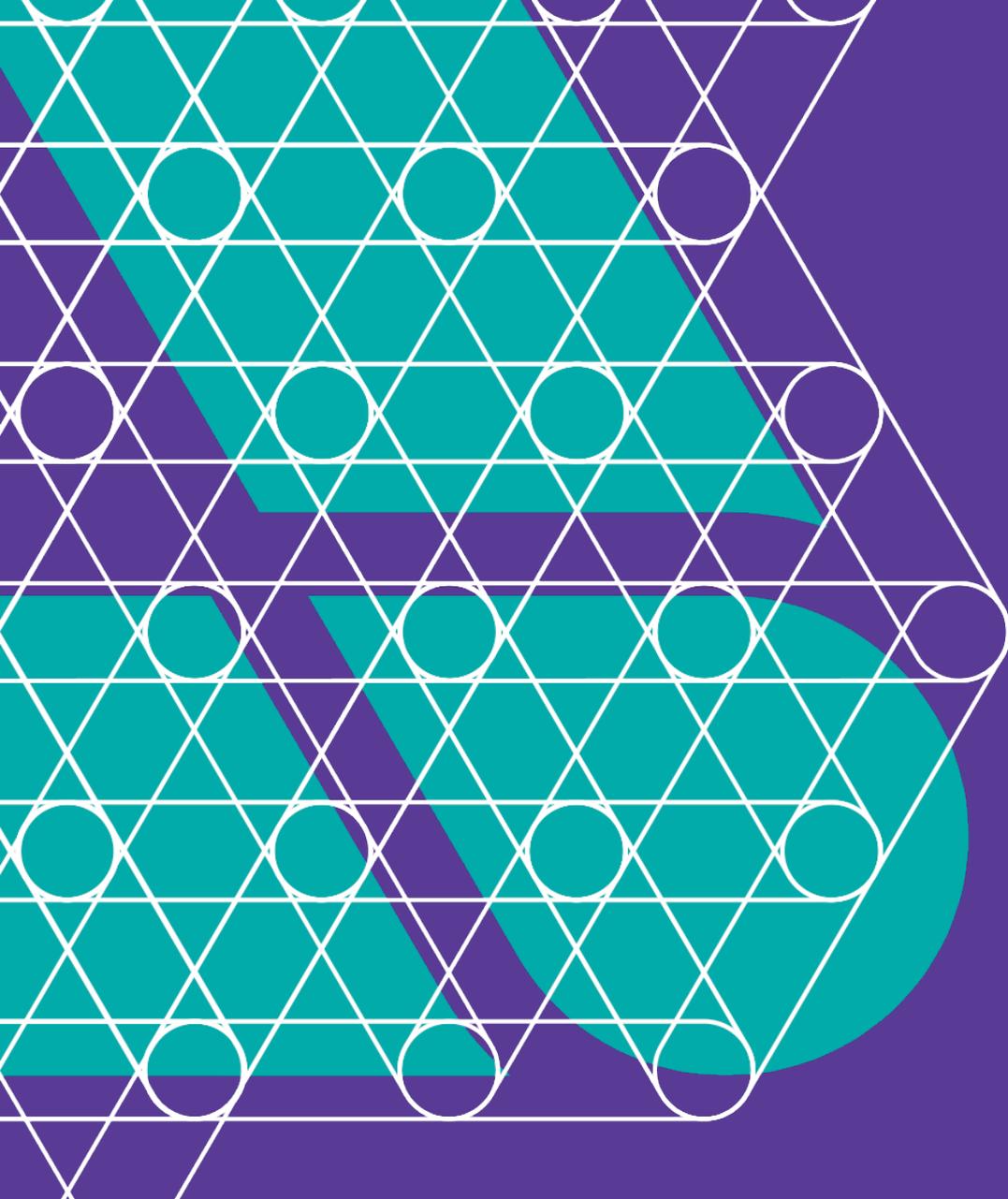
Estamos entrando em um novo capítulo na história do setor bancário do Brasil, pois não apenas vimos o PIX empurrar as fases finais de bancarização, como também temos a entrada das fases mais ambiciosas do Open Finance, e em breve o Drex (o Real digital operado pelo Banco Central). Isso abre um novo ambiente de oportunidades, que devem favorecer desproporcionalmente as companhias preparadas para criar ofertas em escala suportadas por plataformas digitais. Entendemos que o Itaú estará entre os favorecidos.

Nós somos acionistas de **Nubank**, e entendemos que há ainda um longo caminho no processo de disrupção do *profit pool* bancário no Brasil. Ao mesmo tempo, vemos esse profundo trabalho do **Itaú** como um pilar-chave na nossa tese de investimento, e fundamenta nosso entendimento de que o Itaú está criando os músculos necessários para competir bem com os nativos digitais e se separando dos outros incumbentes.

Por ter desenvolvido esses músculos corporativos aderentes ao desafio que possui hoje, enxergamos um caminho de crescimento de lucro para o **Itaú** positivo e superior aos dos outros incumbentes. Por enxergar esse crescimento de lucro, entendemos que 8x P/E 1Y *forward*, combinado com um *dividend yield* de 6% oferece uma boa margem de segurança, e fundamenta nossa decisão de ter Itaú como uma de nossas maiores posições.

Reforçamos nossa disponibilidade para construir uma relação de longo prazo próxima e transparente com nossos investidores. Para nós, é essencial que nossos parceiros nos entendam bem. Agradecemos e valorizamos a confiança.

Time Aster Capital



Disclaimer

As informações contidas neste material expressam opiniões pessoais do gestor para fins meramente informativos e não constituem qualquer tipo de aconselhamento de investimentos, não devendo ser utilizadas para esta finalidade. As declarações contidas neste documento não devem ser interpretadas como fatos ou verdades absolutas. Nenhuma informação contida neste material constitui uma solicitação, oferta ou recomendação para compra ou venda de cotas de fundos de investimento, ou de quaisquer outros valores mobiliários. A Aster Capital não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa do formulário de informações complementares, da lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Este material não é direcionado para quem se encontrar proibido por lei a acessar as informações nele contidas, as quais não devem ser usadas de qualquer forma contrária a qualquer lei de qualquer jurisdição. Fundos de Investimento não contam com a garantia de administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantido de Créditos - FGC. A rentabilidade divulgada já é líquida das taxas de administração, de performance e dos outros custos pertinentes ao fundo, mas não é líquida de impostos. Para avaliação da performance do fundo de investimentos, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Fundos de investimento utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo, inclusive, acarretar tanto perdas superiores ao capital aplicado, quanto uma consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Fundos de investimento podem realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos podem ainda estar expostos a uma significativa concentração em ativos de poucos emissores, com riscos daí decorrentes. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. A Aster Capital, seus administradores, sócios e funcionários não se responsabilizam pela publicação acidental de informações incorretas, e isentam-se de responsabilidade sobre quaisquer danos resultantes direta ou indiretamente da utilização das informações contidas neste material. O conteúdo deste material é para uso exclusivo de seu destinatário e não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da Aster Capital. A utilização das informações aqui contidas se dará exclusivamente por conta e risco do seu usuário.



astercapital