



7ª Carta aos Investidores

1º semestre de 2025

Caro investidor,

Abrimos esta carta com uma breve revisão do portfólio e dos resultados do semestre, antes de mergulharmos no tema central que discutiremos na seção final: a **Reforma Tributária: Uma mudança profunda, com desafios subestimados e oportunidades para a Totvs.**

Apesar da alta da taxa Selic de 12,25% para 15% ao longo do semestre, houve uma queda de 170 bps na taxa de juros pré fixada de 10 anos, fechando o semestre em 13,3%. E também observamos uma resiliência surpreendente dos bons negócios no Brasil.

O **Ibovespa** acumulou alta de **15,4%** no semestre, enquanto o **Aster FIC FIA** entregou um retorno de **29,6%**. A tabela abaixo mostra nossa performance em janelas de 12, 24 e 36 meses:

	2025	12M	24M	36M
Aster FIC FIA	29,6%	19,7%	25,6%	52,9%
Ibovespa	15,4%	12,1%	18,2%	40,7%

O P/E 1 year forward¹ do portfólio expandiu **18%**, acima da valorização de 9% da NTN-B 2040 — um título que possui uma *duration* semelhante à do nosso portfólio de ações. Nesse semestre, portanto, a expansão de múltiplos foi o motor primário do movimento.

O restante da performance até os **+29,6%** no semestre foi explicado, majoritariamente, pelo **crescimento de lucro por ação (EPS)** das empresas. A média ponderada das revisões de lucro do portfólio foi de apenas **-1%**, portanto sem relevância explicativa para o resultado agregado.

Em termos de atribuições, os maiores contribuintes positivos foram **Itaú (ITUB4)**, **Equatorial (EQTL3)** e **BTG (BPAC11)**, que juntos somaram **+11 pontos percentuais** de contribuição. Na sequência, detalharemos os principais vetores de geração de valor em cada um desses casos.

Por outro lado, as posições que mais impactaram negativamente o portfólio foram **Suzano (SUZB3)**, **RD Saúde (RADL3)** e **VTEX (VTEX)**, com uma contribuição combinada de **-1,2 ponto percentual**.

¹ P/E 1 year forward: Índice Preço / Lucro esperado para os próximos 12 meses

Concluimos essa primeira parte reforçando um ponto central que permeia nossa filosofia desde a fundação da Aster: olhamos nosso portfólio como uma holding não operacional de alguns dos melhores negócios do Brasil, construída para gerar retornos sólidos e consistentes no longo prazo. O desempenho operacional dessa holding teórica segue sólido.

Média ponderada do portfólio	1T25 12M vs 1T24 12M
Crescimento de Receita	15%
Crescimento de Ebitda	22%
Crescimento de Lucro	22%
ROIC	20%

Na sequência desta carta, aprofundaremos a discussão sobre a **Reforma Tributária Brasileira**, analisando seus impactos estruturais e, sobretudo, as oportunidades que ela abre para investidores de longo prazo em empresas brasileiras.

Principais contribuições positivas

Itaú (ITUB4)

O **Itaú** foi novamente um dos destaques positivos do portfólio no semestre. A tese central segue se comprovando: um banco com excelência operacional, resiliência em cenários adversos e, agora, com um balanço ainda mais robusto. A inadimplência segue sob controle, abaixo dos pares, e o banco conseguiu acelerar o crescimento em linhas estratégicas como crédito para pessoa física de alta renda e pequenas e médias empresas.

Nossas pesquisas proprietárias indicam que o **Itaú** é o único incumbente que ganhou principalidade² nos últimos quatro anos. Mais do que isso, tanto nas amostras de alta renda quanto de baixa renda, o banco aparece de forma consistente como um destaque positivo.

O **Itaú** segue combinando crescimento de EPS de dois dígitos, distribuição crescente de dividendos e múltiplos ainda deprimidos, mesmo após uma

² Market share de número de contas principais, sendo o critério de conta principal definido pelo próprio cliente.

valorização relevante no semestre. A ação segue negociando a um *P/E 1 year forward* de 8x, e com dividend yield de 9%, o maior do portfólio hoje.

Equatorial (EQTL3)

A **Equatorial** continuou entregando uma performance sólida no 1S 2025, mas entendemos que a alta de +34% no ano é em grande parte explicada pela forte queda de 22% em 2024 que não teve suporte em fundamento, pois houve altas relevantes de valor intrínseco ao longo do ano.

Em nossa última carta escrevemos: *"Estimamos que CELG e Sabesp já geraram ao menos BRL 10 bilhões de valor intrínseco incremental aos acionistas da Equatorial, mas, ainda assim, o movimento da curva de juros foi mais decisivo, e o valor de mercado da Equatorial caiu BRL 10 bilhões em 2024, criando uma assimetria que julgamos muito atrativa."*

Com um preço apenas 6% acima do fechamento de 2023, entendemos que a valorização neste ano ainda não reflete o valor intrínseco da companhia.

BTG Pactual (BPAC11)

O **BTG Pactual** (BTG) segue demonstrando por que é um dos melhores negócios do setor financeiro na América Latina. Seu modelo de negócios altamente diversificado, com crescimento consistente nas franquias de Asset Management, Wealth e Crédito, compensou com sobra a menor atividade em Investment Banking no semestre.

O banco reportou mais um ciclo de crescimento de lucro robusto, mantendo ROE acima de 22%, mesmo em um ambiente macro desafiador. A companhia segue consolidando seu posicionamento no varejo de alta renda e abrindo novas avenidas de crescimento no *middle market*. Esse movimento reforça a nossa convicção de que o **BTG** possui uma das melhores culturas empresariais do Brasil e está entre os negócios mais alavancados à melhoria do ambiente de negócios que pode ocorrer no país no próximo ano.

Principais contribuições negativas

Suzano (SUZB3)

A posição em **Suzano** foi o maior detrator do semestre, com -0,92 pp de atribuição. A queda está relacionada, em grande medida, ao ciclo global de preços de celulose, que continua pressionado, e à desvalorização de 12% do USD frente ao BRL no semestre.

Ainda assim, seguimos enxergando a **Suzano** como um dos melhores ativos industriais do Brasil, com a estrutura de custos mais competitiva do setor, entrando em um momento de forte geração de caixa, já que o Projeto Cerrado deixou de ser uma fonte de consumo de caixa em investimentos, para se tornar uma forte fonte de geração de caixa operacional. Entendemos que os preços atuais oferecem retornos atrativos ao investidor paciente.

RD Saúde (RADL3)

A **RD Saúde** teve um desempenho abaixo do esperado no semestre, pressionada por uma combinação de desaceleração de vendas nas mesmas lojas e uma concorrência mais agressiva em determinadas praças e categorias.

Continuamos achando que a **RD Saúde** é a melhor varejista do Brasil, e com uma ampla avenida de crescimento dentro do modelo que ela refinou ao longo do tempo. Apesar disso, achamos que a competição com os marketplaces horizontais - principalmente **MercadoLivre** e **Shopee** - na categoria de higiene e beleza representa um novo capítulo na história da companhia.

Damos um peso muito grande a mudanças de cenário competitivo, e, por isso, temos reavaliado o caso de investimento.

VTEX (VTEX)

A contribuição negativa da **VTEX** foi apenas -0,10 pp. Seguimos vendo **VTEX** como uma vencedora estrutural no comércio digital da América Latina, com uma proposta de valor que segue sendo a melhor para grandes varejistas. Além disso, gostamos do desenvolvimento de novas avenidas de crescimento como a solução de [Retail Media](#) e o mercado de B2B. Entendemos que a desaceleração de vendas que observamos nos últimos trimestres é temporária, e estamos diante de uma combinação de aceleração de vendas e de margens –

com muita geração de caixa –, em um segmento com crescimento secular, fundamentado na transição do varejo físico para o digital.

Com isso, encerramos a revisão do portfólio no semestre. Na próxima seção desta carta, aprofundaremos um tema de grande relevância para quem investe no Brasil hoje: **a Reforma Tributária e as oportunidades para investidores de longo prazo em negócios brasileiros.**

Reforma Tributária: Uma mudança profunda, com desafios subestimados e oportunidades para a Totvs

Nessa segunda parte desta carta, traremos uma reflexão sobre a **Reforma Tributária Brasileira**, aprovada pela Lei Complementar nº 214/2025, e explicaremos por que ela representa não apenas uma transformação estrutural no ambiente de negócios no Brasil, mas também uma oportunidade muito relevante para uma das nossas posições estruturais no portfólio - a **Totvs (TOTS3)**. Para melhor fundamentar nossa visão, apresentaremos também paralelos com a implementação do SPED no Brasil, pois entendemos que serve como uma boa analogia para as oportunidades que isso traz à **Totvs**.

A maior transformação tributária do Brasil em décadas

A implementação do **IBS (Imposto sobre Bens e Serviços)** e da **CBS (Contribuição sobre Bens e Serviços)**, que substituirão ICMS, ISS, PIS e Cofins, representa muito mais do que uma simples troca de siglas: trata-se de uma mudança estrutural profunda, que altera a lógica de funcionamento dos negócios no país. Essa mudança levará a uma simplificação relevante do sistema tributário vigente, mas terá um período de transição entre 2026 e 2032 em que os dois sistemas coexistirão, levando a um aumento transitório de complexidade.

Empresas de variados setores terão que conviver, de 2026 a 2032, com **dois sistemas tributários em paralelo**: o antigo (ICMS, ISS, PIS e Cofins) e o novo (IBS e CBS). Essa transição, por si só, exige uma capacidade organizacional que não se resolve com simples atualizações em sistemas.

Mais do que isso, a reforma impacta **a formação de preços, contratos, logística, gestão de fornecedores, compliance, contabilidade, capital de giro e, em alguns casos, até a estratégia comercial das empresas.** E, como aconteceu na

implantação do SPED na década passada, o mercado, de maneira geral, **subestima o investimento e reorganização que isso exigirá dentro das empresas.**

O paralelo com o SPED

O SPED (Sistema Público de Escrituração Digital) é uma infraestrutura tecnológica pública que unificou, em formato eletrônico e com validade jurídica assegurada por certificação digital, a recepção, validação, armazenamento e autenticação de todos os livros e documentos contábeis-fiscais exigidos dos contribuintes, integrando as administrações tributárias federal, estadual e municipal. Por conta disso, as empresas foram forçadas a modernizar ou adquirir ERPs que consolidassem compras, estoque, vendas, contabilidade e fiscal em um único banco de dados, automatizassem a assinatura digital e garantissem a consistência dos dados antes do envio ao Fisco.

O impacto disso sobre o setor de software de gestão foi grande. Empresas como a **Totvs** viveram, naquele momento, um ciclo de demanda excepcional, tanto na base de clientes (com atualizações, customizações e serviços), quanto na conquista de novos clientes, muitos dos quais foram obrigados a abandonar sistemas legados que não conseguiam mais atender às novas exigências do Fisco.

O SPED foi, em seu momento, a digitalização e integração da infraestrutura tributária. Já a Reforma Tributária em curso **transforma a própria lógica de tributação sobre o consumo no Brasil — é uma mudança mais profunda.** Por exemplo: hoje, muitas regras de negócios, como o cálculo de comissões de vendas, ainda se baseiam na receita bruta. Com a adoção do split payment, esse conceito deixará de existir, já que os tributos serão automaticamente separados no momento da transação. Isso exigirá ajustes relevantes em contratos e modelos comerciais existentes.

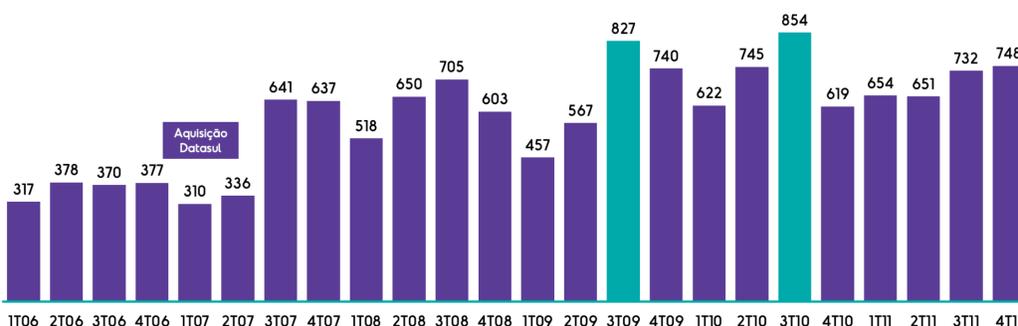
Em 2008, quando as empresas começaram a se preparar para o SPED, a **Totvs** registrou seu maior crescimento em muitos anos: +27,6% de crescimento orgânico de receita. Em 2009, mesmo com a contração do PIB diante da crise financeira global, a companhia cresceu +17% sobre uma base já desafiadora. No acumulado entre 2007 e 2011 — período em que o SPED teve maior influência direta sobre os resultados da **Totvs** —, a empresa entregou um CAGR³ orgânico de receita de 18%. Na época, o consenso dos analistas projetava 15% a.a., o que significa que a **Totvs** entregou 3 pp adicionais de crescimento ao ano ao

³ Taxa de crescimento anual composta (Compound Annual Growth Rate)

longo de 4 anos. Isso representou um crescimento acumulado de 94% em 4 anos, 18 pp acima dos 75% esperados, e atribuímos isso em grande parte à demanda excepcional gerada pela adoção do SPED.

Outro indicador que ilustra bem esse impacto é o de novos clientes. Os dois trimestres que antecederam as grandes viradas do SPED — **3T09** e **3T10** — foram também os de maior adição de novos clientes na história da **Totvs** até então. Acreditamos que a introdução do novo sistema tributário poderá desencadear um movimento semelhante, com aceleração relevante na demanda por soluções robustas e aderentes ao novo modelo fiscal.

Totvs: Adição bruta de novos clientes



A transição é uma oportunidade para a Totvs

Os impactos esperados da reforma criam uma avenida relevante de crescimento para empresas que estão no centro da digitalização dos processos empresariais no Brasil. **A Totvs é provavelmente a principal beneficiada.**

Destacamos alguns fatores que reforçam nossa convicção:

- A implementação da reforma não será um evento — será um **processo que se estende até 2032**, com demandas recorrentes de atualização dos sistemas de gestão, ferramentas de comparação entre o modelo anterior e o corrente, além de serviço de suporte especializado.
- O desafio é transversal: **impacta todos os departamentos das empresas — fiscal, contábil, financeiro, compras, vendas e operações.** A reforma tributária trará impactos que afetam toda a organização, exigindo a reparametrização dos cadastros de produtos e dos documentos fiscais, tanto de entrada quanto de saída. Durante o período de transição, os percentuais referentes à aplicação do IBS e à redução do ICMS serão

alterados anualmente, demandando que as empresas revisem e ajustem continuamente suas estratégias de precificação.

- Como no SPED, há uma quantidade enorme de sistemas legados — muitos deles incapazes de absorver a complexidade da transição. Isso deve gerar demanda não apenas por novos usuários e serviços dentro da base da **Totvs**, mas também por **substituição de sistemas concorrentes**, especialmente em clientes que operam com soluções que não possuem a mesma profundidade de aderência regulatória.

Em conclusão, o SPED e a Reforma Tributária são fenômenos distintos, porém comparáveis, pois demandam das empresas preparo, investimento e mudança de cultura. O SPED modernizou a relação Fisco-contribuinte, ao passo que a Reforma Tributária busca simplificar e racionalizar a estrutura de tributos sobre consumo, com promessa de um sistema mais neutro, eficiente e propício ao crescimento econômico a longo-prazo. No curto e médio prazo, entretanto, as empresas enfrentarão diversos desafios de gestão relacionados ao período de transição. Aquelas que investiram em tecnologia, estiveram atentas às ondas transformacionais de tecnologia e são capazes de reagir com velocidade a mudanças fiscais e de regulamentação – estarão um passo à frente para absorver a nova reforma com sucesso, minimizando riscos e identificando oportunidades no novo cenário tributário brasileiro.

A nossa visão é que **essa transformação favorece os bons negócios no Brasil** que entendem o poder transformador da tecnologia e são capazes de utilizar seus sistemas e dados para mais do que apenas controles processuais e obrigações fiscais. E, como investidores de longo prazo, seguimos atentos não só aos riscos, mas também às assimetrias e às oportunidades que surgem quando mudanças desse porte acontecem.

Totvs é um dos nossos investimentos de longo prazo e está muito bem posicionada para se beneficiar dessa importante mudança. A competência da **Totvs** e a solidez de seu modelo de negócios tem levado a um crescimento surpreendente em seu negócio principal - a divisão de Gestão, responsável por 95% do Ebitda consolidado.

Ao longo do semestre, consultamos dezenas de empresas sob nossa cobertura para entender seu nível de preparação. Cerca de 60% das respostas indicam um bom nível de organização, com estruturas internas dedicadas e planos de ação em execução. Os 40% restantes, no entanto, sugerem pouco preparo — seja por ausência de times dedicados, baixa clareza sobre os próximos passos ou

respostas genéricas que sugerem que há ainda muito trabalho a fazer nessa frente. Entre os pontos mais citados, destacam-se os desafios sistêmicos — especialmente a adequação dos ERPs, emissão de notas para atividades antes isentas e a adaptação aos novos *layouts* fiscais —, além da incerteza regulatória em torno do *split payment*⁴ e da convivência entre os regimes antigos e novos até 2032. Essas empresas estão entre as mais bem preparadas do país, e o cenário entre companhias médias e pequenas é ainda mais desafiador.

Com quase BRL 6 bi de ARR⁵, a **Totvs** é a líder incontestável em software no Brasil, e o consenso de mercado conta com uma desaceleração relevante da receita recorrente do segmento de Gestão, passando de um CAGR de 21% nos últimos 3 anos para 16% nos próximos 3 anos.

Caso o nosso cenário mais positivo se materialize, e a **Totvs** entregue um CAGR de +19% em vez de +16%, teríamos fundamento para margens um pouco melhores devido ao efeito da escala - típico do negócio de software em que o custo marginal é baixo - e esperamos que **somente essa aceleração no lucro advinda da reforma tributária nos traga 4 pp adicionais em nossa TIR⁶ esperada de 3 anos vs o consenso dos analistas hoje**. Entendemos que um negócio de ROIC alto, com barreiras a entrada, alto custo de mudança, com receitas recorrentes ajustadas à inflação pode ainda receber um prêmio de múltiplo se continuar entregando um crescimento de lucro de 20% ao ano por mais 4 anos - **e esse prêmio potencial de múltiplo nos sugere uma TIR de 3 anos 7 pp acima do que teríamos com os números do consenso de mercado**.

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.

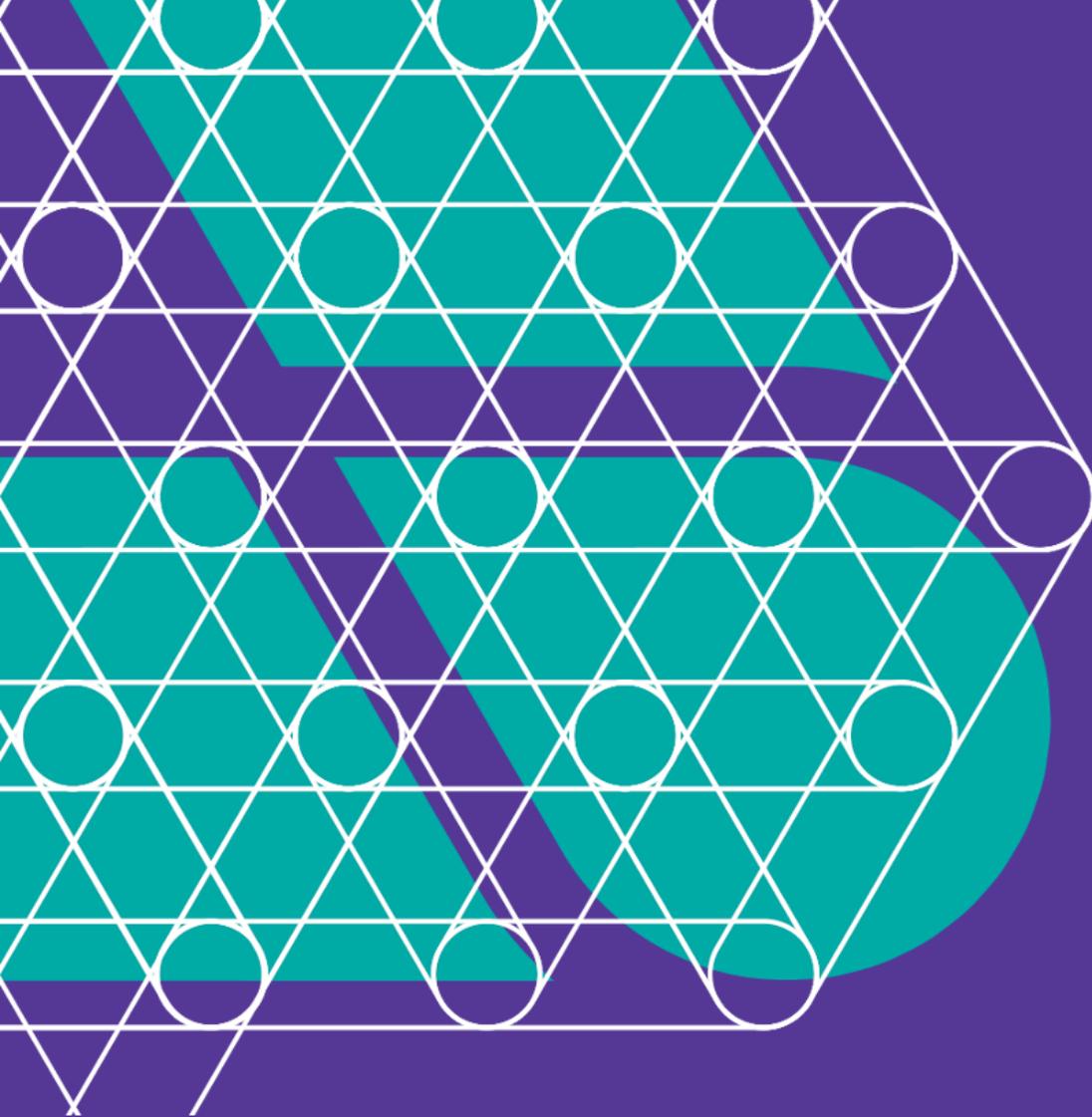
Agradecemos e valorizamos a confiança.

Time Aster Capital

⁴ Split payment: É um sistema em que, no momento em que o comprador faz o pagamento ao vendedor (por exemplo, via boleto, cartão ou PIX), a parcela correspondente aos impostos é automaticamente separada e enviada diretamente para o governo, e somente o valor líquido da venda vai para o vendedor.

⁵ ARR: Receita Recorrente Anualizada (Annualized Recurring Revenues)

⁶ TIR: Taxa interna de retorno - anual



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