

DEZEMBRO 2024

COMENTÁRIO MENSAL

REACH SMALL CAPS



COMENTÁRIO REACH SMALL CAPS DEZEMBRO/2024

Caros investidores e amigos,

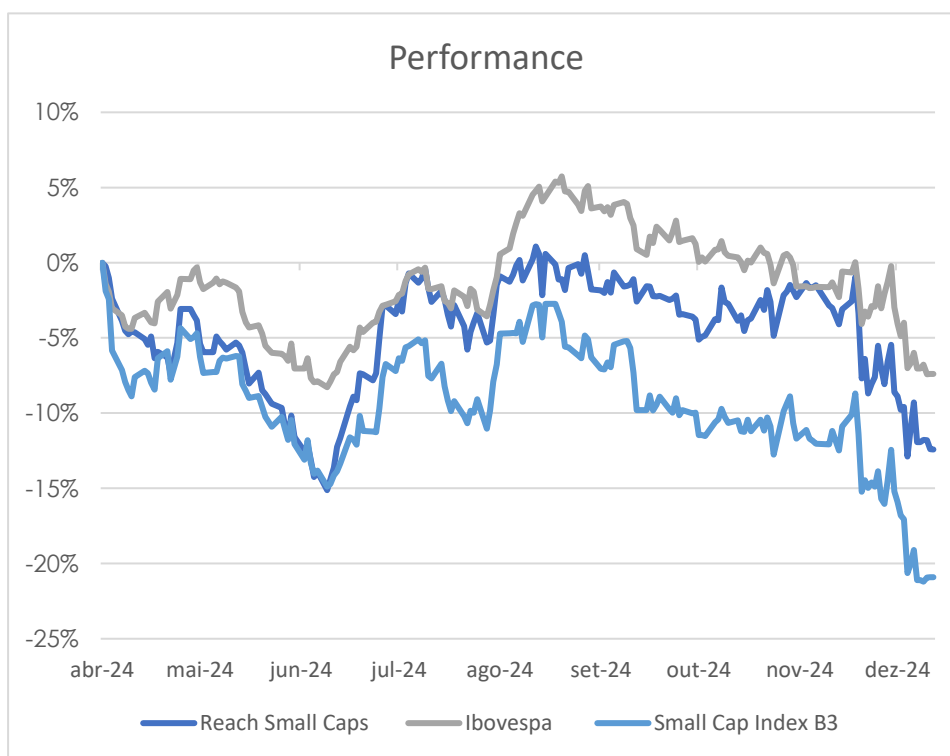
Recentemente, compartilhamos nossa filosofia de investimentos no [Podcast Market Makers](#), reforçando que cenários macroeconômicos desafiadores podem criar ótimas oportunidades em small caps.

No minuto 27 do episódio, destacamos um caso peculiar: o investidor indiano Mohnish Pabrai, que desde 2019 tem investido em empresas turcas mesmo diante de inflação alta e instabilidade política, obtendo retornos extraordinários ao apostar em companhias subavaliadas. Neste comentário mensal, vamos explicar em detalhes o que ocorreu no caso de Pabrai — e como essas lições podem ser aplicadas ao cenário brasileiro.

Boa leitura!

RENTABILIDADE DO FUNDO

Desde o início, o fundo REACH SMALL CAPS acumulou queda de -12,4% até dezembro enquanto o Ibovespa caiu -7,4% e o índice de small caps -20,9%.



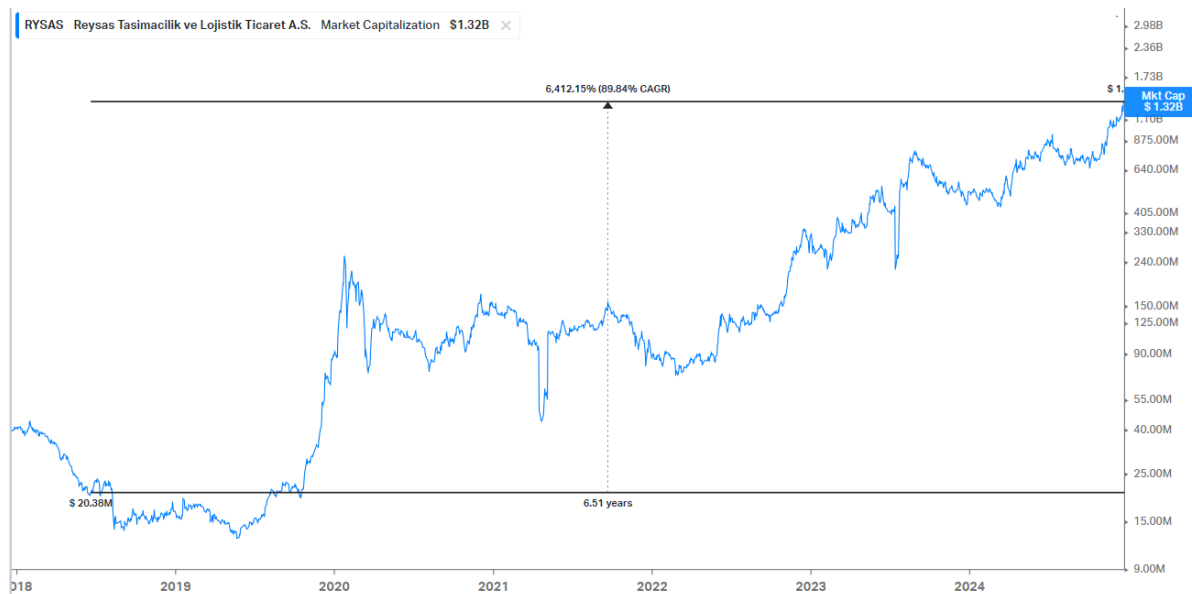
| | abr/24 | mai/24 | jun/24 | jul/24 | ago/24 | set/24 | out/24 | nov/24 | dez/24 | Total |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| Reach Small Caps | -7,4% | -2,1% | 2,1% | 3,0% | 4,5% | -2,1% | -0,1% | -3,9% | -6,4% | -12,4% |
| Ibovespa | -3,1% | -3,0% | 1,5% | 3,0% | 6,5% | -3,1% | -1,6% | -3,1% | -4,3% | -7,4% |
| Smallcaps B3 | -7,8% | -3,4% | -0,3% | 1,5% | 4,7% | -4,3% | -1,3% | -4,0% | -7,5% | -20,9% |

Investindo na Turquia em 2019

Em 2019, enquanto a Turquia vivia inflação galopante, juros artificialmente baixos e um cenário político turbulento, o investidor indiano Mohnish Pabrai — discípulo de Warren Buffett e Charlie Munger — tomou uma decisão vista por muitos como insana: alocar capital justamente naquele mercado em crise. A lógica de Pabrai era clara: caçar empresas com ativos reais, capacidade de repassar preços e, acima de tudo, boa alocação de capital.

Anos depois, a situação na Turquia segue conturbada — inflação persistentemente alta e desvalorização drástica da lira.

Ainda assim, a aposta de Pabrai em 2019 se provou extremamente acertada. Entre todos os investimentos, um se destacou: **Reysas Lojistik**, que se tornou uma verdadeira “mina de ouro” para seu fundo, gerando **+65x de retorno em dólares**. Pabrai comprou **1/3** da companhia por **US\$ 7 milhões**, e hoje esse investimento vale cerca de **US\$ 450 milhões**.



Esse é um excelente lembrete de que nem tudo se resolve na análise macro: mesmo quem antecipou que as políticas do presidente turco Erdogan dariam errado pode ter perdido oportunidades impressionantes no mercado turco. E é aqui que entra o valor de investigar a fundo o **valuation** das empresas, independente do cenário político ou inflacionário.

O Case Reysas Lojistik (IST:RYSAS):

- **Setor:** Logística, combinando galpões (warehousing) e transporte rodoviário.
- **Comprando o Desprezado:**
 - Na época da compra (2019), a capitalização de mercado era de apenas US\$ 20 milhões.
 - A empresa já operava 12 milhões de m² em áreas de armazenamento, alugadas para gigantes como Amazon, IKEA, DuPont e Mercedes, com taxa de ocupação de 99% e contratos indexados à inflação.
 - Na época em que Mohnish Pabrai investiu, construir do zero os galpões da Reysas custaria facilmente centenas de milhões de dólares, potencialmente chegando a US\$ 1 bilhão, enquanto a capitalização de mercado da empresa era de apenas US\$ 20 milhões. Essa discrepância colossal foi o fator-chave que tornou o investimento em Reysas tão extraordinário.
 - A gestão familiar (pai e filho) reinveste o caixa, buscando 25% a 35% de IRR — e desde então aparentemente vem investindo em bons projetos aumentando o valor justo da companhia.
- **Resultado Surpreendente:**
 - O valor de mercado saltou de US\$ 20 milhões para cerca de US\$ 1,3 bilhão.
 - Em dólares, isso significa uma multiplicação de 65 vezes; em lira turca, 450 vezes!
 - Sim, você leu certo: +65x em dólar e +450x em lira.
 - Pabrai diz que planeja manter essa posição por muitos anos, dada a contínua expansão de galpões e as taxas atrativas de reinvestimento.

Outros Investimentos de Pabrai na Turquia

Embora Reysas Lojistik seja o exemplo mais notório, Pabrai fez outras alocações igualmente *contrarians* em solo turco. A tabela abaixo ilustra os casos mais conhecidos:

| Empresa | Setor / Descrição | Tese de Investimento | Resultado Aproximado |
|-------------------------|---|---|----------------------|
| TAV Airports | Operação de aeroportos (Turquia, Cazaquistão, etc.) | - Modelo de concessões e BOT (Build, Operate, Transfer). - Aquisição “permanente” do aeroporto de Almaty. - Cash flow robusto. | 3x em USD |
| Coca-Cola Icecek | Engarrafadora de Coca-Cola, atuante em 13 países, incluindo Paquistão e Irã | - Valuation menor que engarrafadoras semelhantes em mercados mais “seguros”. - Governança apoiada pela The Coca-Cola Co. (Atlanta). | 3x em USD |
| Dogus Automotive | Distribuidora e varejista automotiva, parceira de marcas como Volkswagen, Audi, SEAT e Skoda na Turquia | - Líder de mercado em vendas e serviços pós-venda automotivos. - Segmento subavaliado devido à crise macro turca. - Potencial de “turnaround” com expansão interna. | 10x em USD |

Observação: Mohnish Pabrai não revela todos os detalhes sobre cada posição na Turquia. Os dados apresentados são aproximados, baseados em entrevistas e registros públicos.

O “Momento Turquia” para as Small Caps Brasileiras

Se até num contexto caótico como o turco pôde emergir um case de multiplicação espetacular, por que não encontrar algo parecido em nosso quintal? É claro que o Brasil não é a Turquia — nosso cenário econômico e político tem muitas diferenças. Ainda assim, algumas semelhanças chamam a atenção:

1. Juros Elevados e Inflação Perceptível

- **Não se engane: juros reais mais altos são negativos para as empresas.** Esse cenário reduz a demanda por crédito e o crescimento econômico, ao mesmo tempo em que aumenta a despesa financeira das companhias. Além disso, parte significativa do capital migra para a renda fixa, considerada mais segura em momentos de juros altos.
- **Se (ou quando) os juros caírem, as small caps podem se valorizar com força.** Um eventual ciclo de afrouxamento monetário tende a aumentar o apetite por renda variável, beneficiando principalmente empresas de menor liquidez que estejam subavaliadas.
- **E se não houver queda de juros e a inflação persistir? (cenário turco)** Em um cenário de desorganização econômica mais grave, os ativos reais (como imóveis e máquinas) continuam protegidos, enquanto as dívidas se tornam menores em termos reais. Um juro real muito alto, que inicialmente

parece vantajoso para os investidores em renda fixa, rapidamente pode se tornar negativo com a inflação galopante. Nesse contexto, empresas sólidas, podem manter seus ativos reais.

2. Câmbio Desvalorizado

- O real, embora menos volátil que a lira turca, sofreu uma desvalorização importante recentemente.
- Em situações de câmbio depreciado, a economia tende a valorizar setores exportadores, o que pode impulsionar empresas ligadas a commodities, agronegócio e outras que se beneficiem de um dólar mais forte - direta ou indiretamente.
- Muitos negócios no Brasil têm ativos reais — galpões, máquinas, imóveis, concessões — que costumam ser mais resistentes a choques inflacionários. Em fases de aversão ao risco, essas companhias podem ser negociadas a múltiplos atrativos, apresentando ótimos pontos de entrada para investidores

3. Compounders

- Buscamos companhias com boa governança, poder de repassar custos, patrimônio resiliente e gestores comprometidos em reinvestir o caixa em projetos de alto retorno.
- Consolidação de mercado: Crises e cenários desafiadores também podem abrir espaço para fusões e aquisições, ampliando o market share das empresas mais sólidas. Negócios que conseguem aproveitar oportunidades de compra de concorrentes, ou suas próprias ações, a preços vantajosos fortalecem ainda mais sua capacidade de gerar “compounding” ao longo do tempo, multiplicando o valor para o acionista.

Conclusão

O case de Reysas Logistik mostra como o macro ruim (inflação altíssima, moeda em queda, ruídos políticos) não foi suficiente para impedir retornos extraordinários para quem olhou “dentro” das empresas. A lição que fica é que, às vezes, **o medo coletivo cria valuations tão baixos que podem gerar ganhos exponenciais.**

É com base nesse raciocínio que inspiramos nosso fundo de small caps brasileiras. Se a Turquia, com todos os seus problemas, conseguiu garimpar histórias de multiplicação em dólar, por que não buscar oportunidades semelhantes em um país com inflação mais controlada, instituições mais sólidas e ativos ainda ignorados pelo mercado?