

COMENTÁRIO REACH SMALL CAPS OUTUBRO/2024

Caros investidores e amigos,

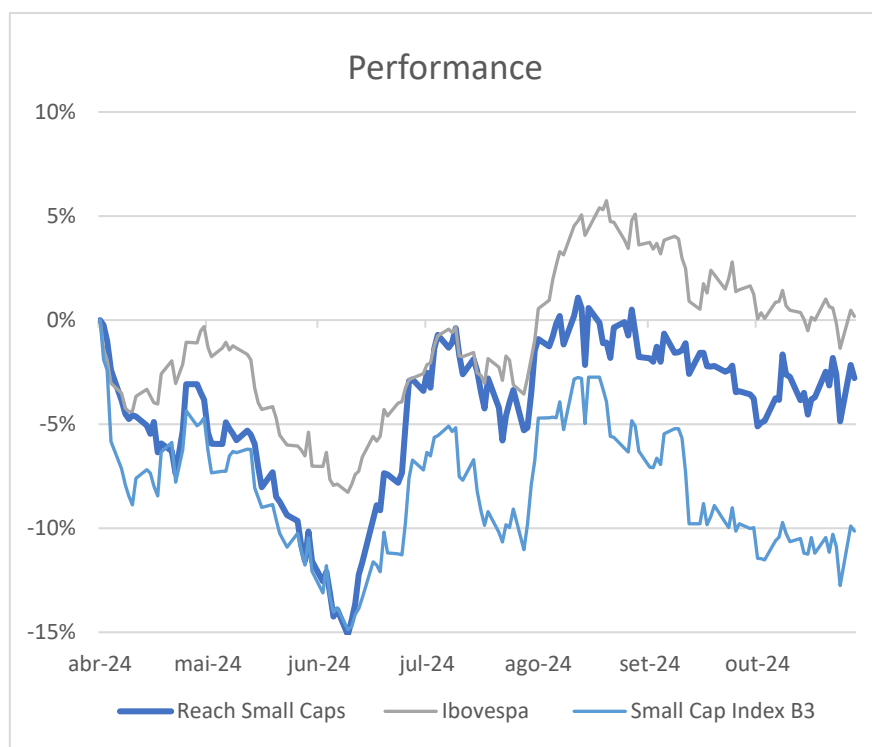
Neste mês, queremos compartilhar uma tese fora do consenso sobre uma das empresas que consideramos entre as mais subavaliadas da bolsa e que está vivendo um momento de inflexão em seus resultados: lochpe-Maxion.

Boa leitura!

RENTABILIDADE DO FUNDO

Desde o início, o fundo REACH SMALL CAPS acumulou queda de -2,6% até outubro enquanto o Ibovespa caiu -0,1% e o índice de small caps -10,9%.

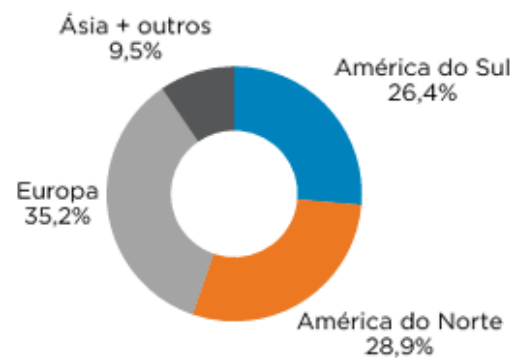
	abr/24	mai/24	jun/24	jul/24	ago/24	set/24	out/24	Total
Reach Small Caps	-7,4%	-2,1%	2,1%	3,0%	4,5%	-2,1%	-0,1%	-2,6%
Ibovespa	-3,1%	-3,0%	1,5%	3,0%	6,5%	-3,1%	-1,6%	-0,1%
Smallcap B3	-7,8%	-3,4%	-0,3%	1,5%	4,7%	-4,3%	-1,3%	-10,9%



1- Quem é a Iochpe-Maxion?

A Iochpe-Maxion é líder mundial na produção de rodas automotivas, fabricando cerca de 50 milhões de rodas anualmente. A empresa também atua na produção de componentes estruturais para veículos, como chassis e longarinas, principalmente nas Américas. Com 33 plantas em 15 países, a Iochpe-Maxion possui uma presença global e atende praticamente todas as montadoras do mundo fatura R\$15 bilhões de reais por ano e tem um valor de mercado de apenas R\$1,6 bi.

Receita líquida (2023)



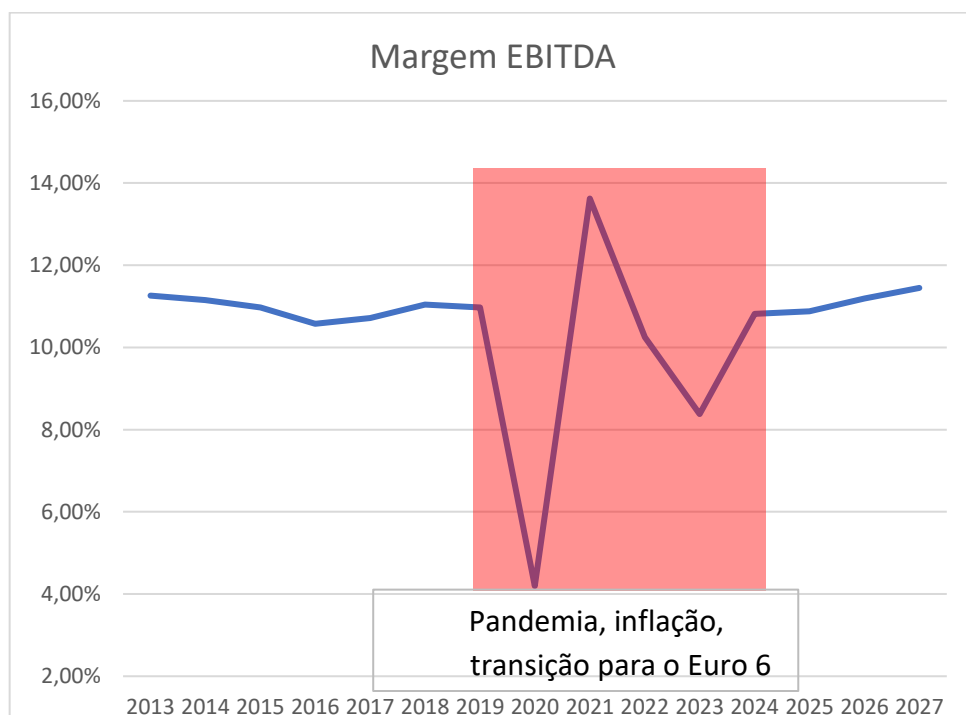
Identificamos que a companhia passa por um período de baixo interesse dos investidores, que se frustraram com os resultados obtidos nos últimos anos.

A ação está no mesmo preço de 2007! Você não leu errado. Quase 20 anos no limbo. Chegou a hora de comprar?



2- A recuperação das margens é uma grande oportunidade

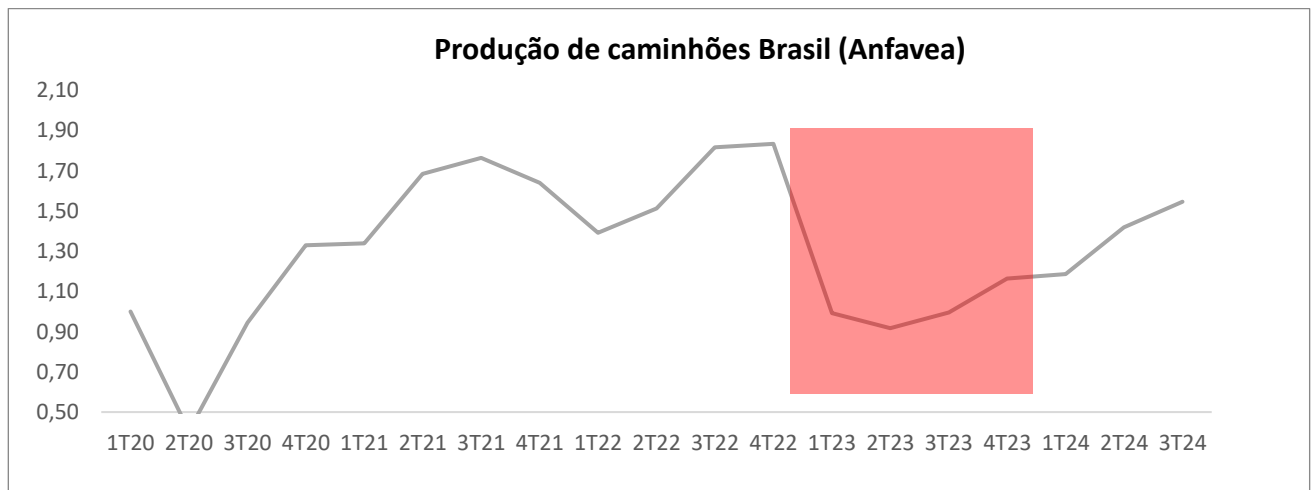
A lochpe é uma empresa que entregava entre 10,5% e 11,5% de margem EBITDA anualizada. Uma série de fatores atrapalharam esse resultado nos últimos 4 anos, mas nesse momento está regressando à normalidade. Pela alavancagem da companhia uma pequena melhoria na margem reflete uma grande mudança no fluxo de caixa da companhia



Empresa teve sua margem impactada por vários fatores – Grande maioria está com melhora contratada

1. Segmento de Pesados no Brasil: A mudança do Euro 5 para o Euro 6 impactou significativamente o segmento de veículos comerciais no Brasil em 2023, levando a uma queda de produção de quase 40%. Essa queda foi muito maior do que a inicialmente projetada de 18-20%.

Esse declínio afetou a Iochpe-Maxion, uma vez que esse é um dos segmentos de melhor rentabilidade na produção de rodas e componentes estruturais, impactando negativamente seu mix de produtos e rentabilidade em 2023. Forte recuperação já está acontecendo especialmente nos últimos meses com a normalização da demanda.



2. **Adequação de Preços:** Embora o repasse dos custos de commodities seja automático, outros custos não previstos em contrato—como mão de obra, energia e logística—não eram ajustados automaticamente. A inflação global inesperada prejudicou a rentabilidade, mas a empresa está na fase final de correção dos preços.
3. **Horas Extras no México:** O aumento da capacidade de produção na fábrica do México permitirá reduzir a necessidade de horas extras, que impactaram negativamente as margens em 2023.
4. **Desvalorização das moedas:** A desvalorização do Real, do Peso mexicano e da Lira são drivers positivos para competitividade dessas operações.
5. **Europa:** Desaceleração da demanda por veículos na Europa é, atualmente, o principal ponto de atenção para a tese da Iochpe, mas que já parte de uma base baixa.

3- Mais disciplina na alocação de capital

Outra crítica (justa) dos investidores foi a alocação de capital nos últimos anos. A Iochpe, por exemplo, investiu R\$ 1 bilhão em expansão de produção de rodas de alumínio para veículos leves, segmento com margens mais apertadas.

Management da companhia hoje é muito mais vocal na necessidade de ser seletivo e buscar investimento de alto retorno.

Hoje a empresa tem dois principais projetos que devem ser concluídos até o começo de 2026. Ultimamente estão migrando principais investimentos para o segmento de veículos pesados, um segmento que estruturalmente tem retornos melhores:

- Ampliação das Operações na América do Norte: A empresa está investindo na expansão de sua planta no México, aumentando a produção de componentes estruturais para caminhões em 30%. Esse movimento visa suprir a elevada demanda na região. O principal objetivo dessa iniciativa é reduzir os custos associados às horas extras e acompanhar o crescimento do setor.
- Nova Fábrica de Rodas de Alumínio Forjado na Europa: Está sendo construída uma fábrica na Turquia para produzir rodas de alumínio forjado para caminhões, atendendo a um mercado novo crescimento e de margens altas. Essa iniciativa amplia o portfólio e fortalece a posição global. A empresa possui um parceiro local na Turquia com 40% de participação.

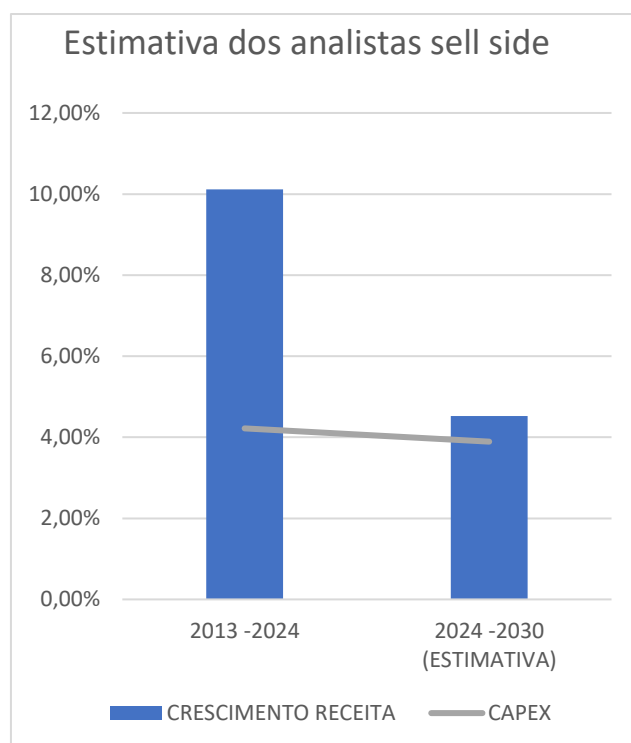
4- Previsão de investimentos dos bancos não é consistente com a de crescimento

Um dos sinais dos sinais do ceticismo dos bancos em relação a capacidade de entrega da Iochpe está em suas premissas de investimentos e crescimento.

Nos últimos dez anos, a empresa realizou grandes investimentos. Contudo, modelos de analistas sell side (analistas de bancos) indicam que esse alto nível de investimento deve continuar sem um crescimento correspondente nas receitas—um cenário de CAPEX elevado sem aumento de faturamento, o que não faz sentido.

Considerando que o CAPEX de manutenção é de aproximadamente R\$ 300 milhões, acreditamos que a empresa está agora muito mais seletiva em seus projetos, priorizando aqueles com bons retornos. Diante disso, vislumbramos duas possibilidades para o futuro:

1. Crescimento moderado: A empresa cresce em linha com a inflação e, conseqüentemente,



investe pouco (em torno do valor de manutenção – 2% da receita)

2. Expansão: A empresa cresce mais e, por isso, investe 4% da receita.

5- Qual é o tamanho da oportunidade? Vamos fazer conta!

Olhando apenas a demonstração de resultados, vemos que, em nosso cenário base, a companhia negocia a 4x seus lucros anuais—um múltiplo que, à primeira vista, parece bastante atrativo.

Quando analisamos o fluxo de caixa, a situação se torna ainda mais interessante. Devido a créditos de PIS/Cofins e outros benefícios fiscais, a companhia deverá pagar pouco imposto de renda em caixa nos próximos três anos, resultando em um lucro líquido em caixa equivalente a 33% do market cap no cenário base.

DRE 2025

	Pessimista	Base	Otimista
Receita	14.500,0	15.250,0	16.000,0
EBITDA	1.450,0	1.639,4	1.840,0
<i>Margem</i>	10,00%	10,75%	11,50%
depreciação	490,0	490,0	490,0
despesa financeira	460,0	430,0	400,0
EBT	500,0	719,4	950,0
n controladores	(110,0)	(120,0)	(130,0)
Lucro líquido	240,0	383,6	535,0
EPS	1,6	2,5	3,5

P/E	6,6	4,1	2,9
EV/EBITDA	3,7	3,3	2,9

Fluxo de caixa simplificado 2025

	Pessimista	Base	Otimista
Lucro líquido	240,0	383,6	535,0
IR	150,0	215,8	285,0
IR caixa	(50,0)	(80,0)	(100,0)
Lucro líquido caixa	340,0	519,4	720,0
<i>yield</i>	21,59%	32,98%	45,71%
Depreciação	490,0	490,0	490,0
Capex	(550,0)	(525,0)	(500,0)
Inv em WK	0,0	(101,3)	(202,5)
FCFE Yield	280,0	383,1	507,5
<i>yield</i>	17,78%	24,33%	32,22%
Dividendos	88,8	141,9	198,0
<i>Yield</i>	5,64%	9,01%	12,57%
Desalavancagem	191,2	241,2	309,6

Fizemos dois cenários de valuation, um com pouco crescimento e um com mais crescimento e em ambos os cenários vemos upside muito relevante mesmo com premissas conservadoras

	Com crescimento	Sem Crescimento
Investimento/	3,3%	2,0%
Margem	11,3%	11,3%
Crescimento	8,0%	3,0%
ke	16%	16%
Upside	131%	177%

6- Se as margens estão melhorando, por que a lucratividade continua baixa?

Embora as margens estejam aumentando, o lucro líquido contabilizado não reflete a verdadeira rentabilidade da empresa. Fatores contábeis podem distorcer a realidade econômica, especialmente devido a impostos não caixa. Nas operações no México e na Turquia, a diferença entre a moeda funcional e a moeda local gera efeitos contábeis específicos do IFRS que reduzem o lucro líquido. Além disso, a desvalorização dessas moedas em relação ao dólar aumenta os ativos contabilmente, mas cria um passivo fiscal diferido, impactando negativamente o lucro.

Na realidade, essa desvalorização cambial melhora a competitividade da empresa nesses mercados, beneficiando o fluxo de caixa.