

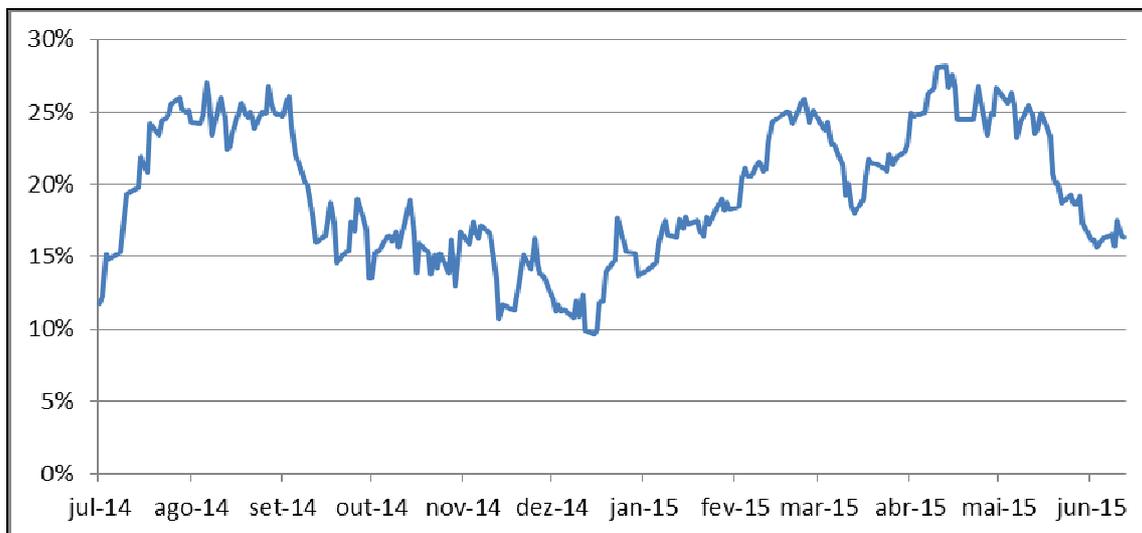
No segundo trimestre do ano, o **FAMA SMID** obteve um retorno de -1,0% ante 3,8% do Índice Bovespa e -0,6% do Índice de *small caps*. Com isso, os retornos acumulados no ano e em 12 meses são os seguintes:

	2T15	2015	Últimos 12 meses
FAMA SMID	-1,0%	-8,1%	-18,0%
Ibovespa	-3,8%	+6,1%	-0,2%
Índice Small Caps	-0,6%	-6,8%	-20,4%

Fonte: FAMA Investimentos e Econômica

Ultimamente, o mercado tem sido relativamente hostil às pequenas e médias empresas (para simplificar, trataremos este segmento como SMID neste relatório). Além das indefinições nos campos político e econômico, que têm levado os investidores a pagar um prêmio por liquidez, os resgates relevantes que têm sido observados em fundos dedicados a este segmento de empresas, comprimem ainda mais os preços de suas ações em bolsa.

O gráfico abaixo mostra o desempenho do Índice Bovespa versus o Índice de *small caps* em uma janela móvel de 12 meses. Como podemos observar, em qualquer momento deste período, o Índice Bovespa superou o Índice de *small caps* em no mínimo 1.000bps – uma diferença de desempenho bastante relevante.



Fonte: FAMA Investimentos e Econômica

Apesar do momento pouco favorável, temos uma visão construtiva do investimento estrutural em *small* e *mid-caps* que abordaremos com detalhes neste relatório. Nossa experiência adquirida em momentos similares que vivenciamos no passado mostra que os melhores investimentos tendem a ser realizados nesta fase do ciclo.

Antes, porém, é fundamental abordar os conceitos para que haja uma uniformização, sem a qual a compreensão deste relatório e nossas conclusões ficariam prejudicadas.

O fato é que não existe uma definição oficial dos limites que diferenciam empresas pequenas, médias e grandes (*small*, *mid* e *large*), seja no mercado brasileiro ou nos mercados internacionais.

Grande parte da literatura global considera como *small caps* as empresas com valor de mercado entre US\$ 300 milhões e US\$ 1 bilhão (aproximadamente, entre R\$ 1 bi e R\$ 3 bi). Abaixo deste limite inferior, as empresas são consideradas *micro caps* e acima *mid-caps*, cujo limite superior seria uma capitalização de US\$ 10 bi (ou cerca de R\$ 30 bi).

Quando analisamos o índice SMLL (índice de *small caps* da Bovespa), porém, empresas como Equatorial, Estácio e Totvs (todas com valor de mercado entre US\$ 2-2,5 bi) têm participação relevante. Ou seja, o índice de *small caps* da bolsa não é formado apenas por empresas pequenas, mas por pequenas e médias (SMIDs).

O mesmo ocorre nos EUA. O Índice S&P Small Caps 600 tem como principais membros a companhia de sapatos Skechers (US\$ 6 bi de valor de mercado) e a empresa de software Manhattan Associates (mais de US\$ 4 bi de valor de mercado).

Esta breve explicação é importante porque ao longo deste relatório veremos diversos estudos baseados em Índices de *small caps* e as reflexões e conclusões acerca dos mesmos devem ser compreendidas e consideradas em relação tanto a *small caps* quanto a *mid-caps*, ou SMIDs.

Não é novidade para ninguém que não podemos olhar para o passado para projetar o futuro. Contudo, olhar um pouco do desempenho histórico pode nos ajudar a quebrar alguns conceitos e preconceitos.

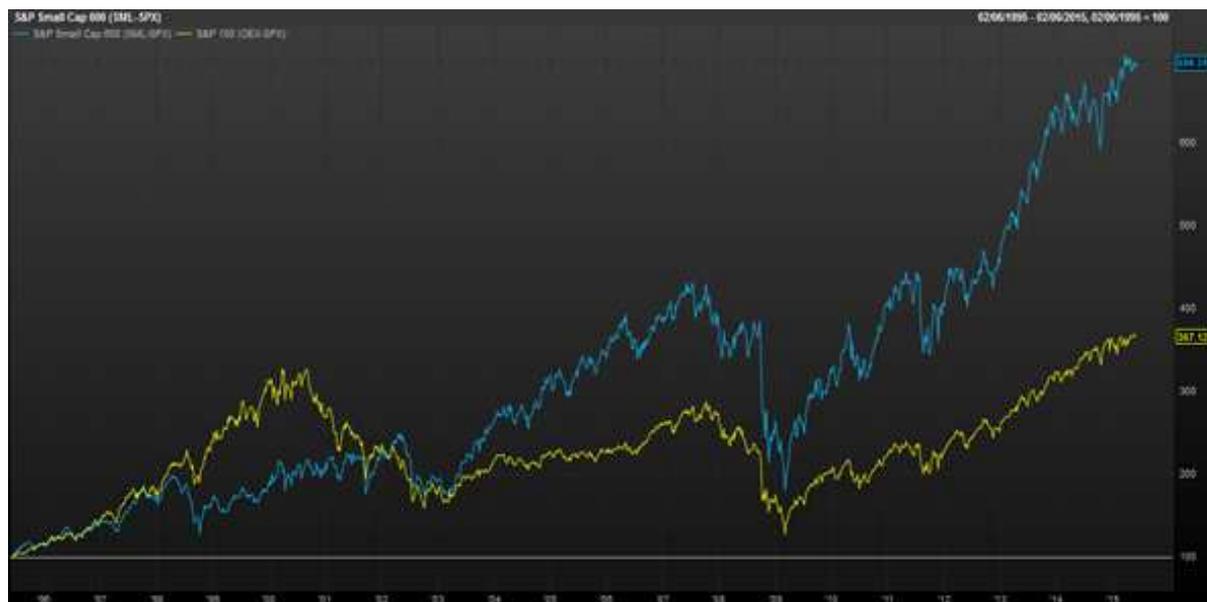
Como não temos “massa crítica” suficiente, tampouco estabilidade de moeda e inflação para fazer uma análise histórica do mercado brasileiro, nos valem da extensa e rica base de dados dos mercados americanos.

Observando o desempenho de longo prazo (85 anos: 1926-2010) de diferentes classes de ativos nos EUA, notamos que as SMID performam melhor do que qualquer outra classe de ativo.

	% ao ano	Em 5 anos (%)	Em 10 anos (%)	Em 20 anos (%)
US SMID	12,5%	80%	225%	955%
US Large Caps	10,5%	65%	171%	637%
Bonds	5,5%	31%	71%	192%

Fonte: FAMA Investimentos e Universidade de Chicago

Apesar da diferença de dois pontos percentuais ao ano parecer pequena, ao longo do tempo ela é enorme. Em 20 anos, por exemplo, o saldo final de um investimento em SMIDs seria praticamente o dobro de um em *large caps*, e isso de fato ocorreu nos EUA nos últimos 20 anos, conforme podemos ver abaixo:

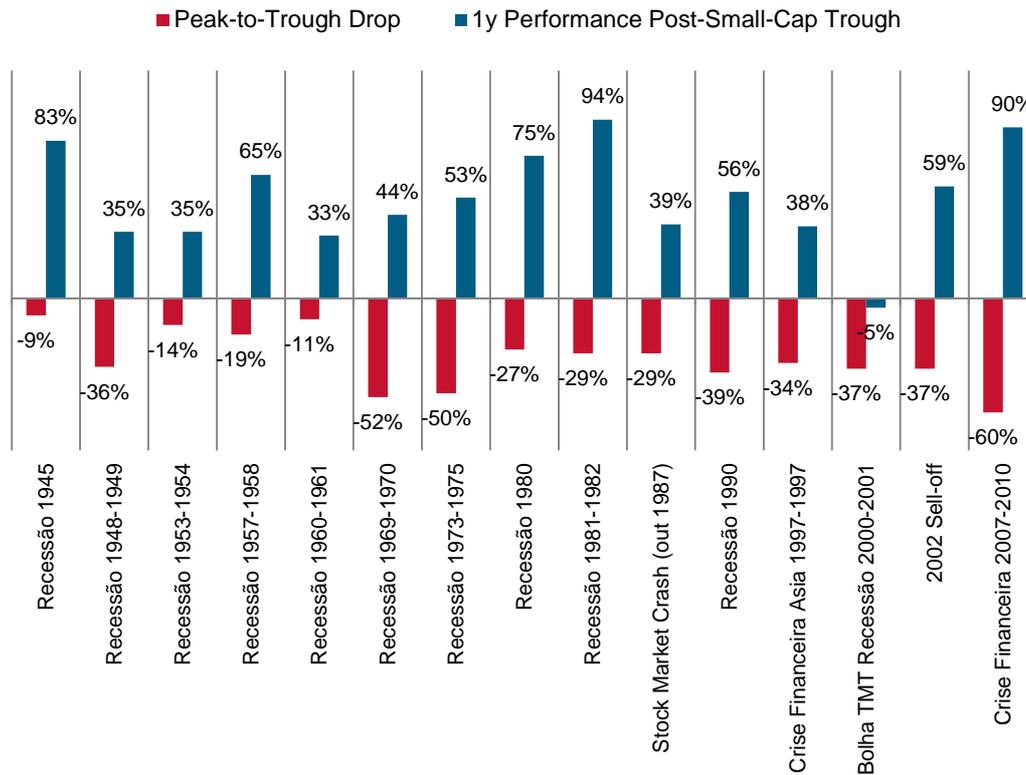


Fonte: FAMA Investimentos e FactSet

Necessariamente, o investidor para esta classe de ativo tem que ter um horizonte de longo prazo. Um interessante estudo realizado pela T. Rowe Price mostra que em períodos de 3 anos, em média, 56% das *small caps* performam melhor do que as *large caps* – ou seja, é quase aleatório. Em pouco mais da metade das vezes as *small caps* performam melhor que as *large caps*.

Quando estendemos este prazo para 5 anos observamos alguma vantagem para as empresas menores: neste período, em média, 61% superam o retorno das *large caps*. Estendendo o período para 10 anos observa-se que este percentual sobe para 76% e, finalmente, com 20 anos de prazo, mais de 90% das *small caps* apresentam retornos superiores. Ou seja, quanto maior o horizonte de investimento, maior tem sido a chance de se obter melhor rentabilidade.

Outro estudo interessante foi realizado pelo Citibank no qual examinaram o retorno das empresas menores em diferentes períodos de crise na história e como que as mesmas se comportaram logo após as crises. Nota-se, quase invariavelmente, que após performarem mal em períodos recessivos, as *small caps* reagem com bastante força no momento posterior, embora a reação de recuperação seja sobre uma base mais baixa. Vamos voltar a este tema no final deste relatório, mas este ponto reforça nossa crença de que o recente mau desempenho deve ser visto como oportunidade.



Fonte: Citi Investment Research

Em outra análise, os professores Eugene Fama e Kenneth French estudaram o desempenho das ações de acordo com o tamanho (pequena, média e grande) e as características (valor ou crescimento) das empresas. Este estudo foi recentemente atualizado pelo Norges Bank e traz algumas conclusões interessantes.

Primeiramente, analisando os dados de retorno de longuíssimo prazo (1926-2011), observamos que a área de maior retorno (faixa azul) compreende basicamente as ações SMID baseadas em valor. Neste período, quase que invariavelmente, as empresas grandes (*large caps*) apresentaram os piores retornos (faixa avermelhada) e o pior retorno de todos ficou com as empresas pequenas com característica de crescimento (*small / growth*).

	Small → Big					
Growth	0,7%	6,8%	8,4%	9,7%	9,1%	Growth
↑	7,6%	11,8%	11,9%	10,5%	9,4%	↑
	11,4%	13,6%	13,2%	11,7%	9,7%	
Value	14,1%	13,8%	13,4%	12,6%	9,4%	
	16,2%	14,3%	13,6%	12,0%	11,8%	Value

Este estudo foi repetido para um período mais curto (10 anos) compreendido entre 2001 e 2011 e o resultado foi o seguinte:

	Small			Big			
Growth	-1,4%	4,2%	4,0%	5,4%	0,8%	Growth	
↑	7,7%	8,2%	7,5%	7,2%	4,5%	↑	
	9,3%	10,9%	9,8%	4,9%	2,6%		
Value	10,8%	8,3%	8,1%	7,1%	1,4%	Value	
	12,8%	8,3%	12,5%	4,6%	0,4%		

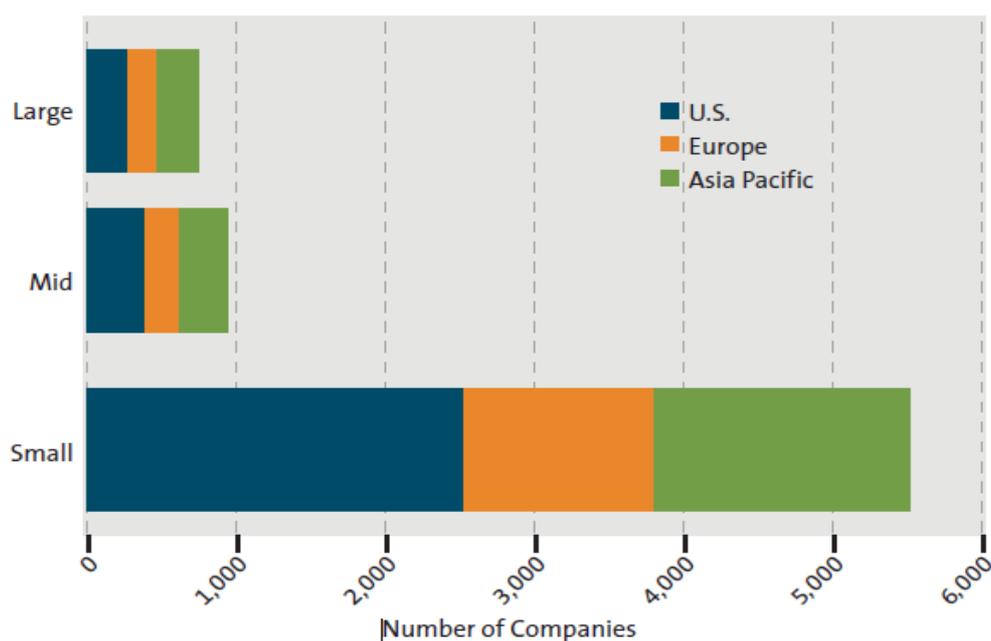
Notamos que os resultados se repetem. Novamente os melhores retornos (faixa azul) ficaram com as empresas SMID, especialmente aquelas baseadas em valor. As *large caps* tiveram sistematicamente retornos inferiores, e o pior retorno de todos mais uma vez ficou com as *small caps* baseadas em crescimento.

Este estudo, combinado com os anteriores, parece um bom indicativo de onde procurar retornos superiores.

Contudo, defender o investimento em SMID só porque estas desempenharam bem no passado não é suficiente. É preciso que haja uma boa justificativa para podermos acreditar que o mesmo efeito se repetirá no futuro.

Uma das razões que embasa a tese de que é possível encontrar melhores oportunidades em SMIDs é a assimetria de informação e a ineficiência do mercado. Segundo um estudo realizado pelo JP Morgan, há, em média, 30 analistas acompanhando e escrevendo relatórios sobre as empresas gigantes europeias (*mega caps*). Já para as *mid-caps*, este número cai acentuadamente para 12 analistas, ao passo que para as *small caps*, em média, apenas 4 analistas seguem cada uma das empresas. Assim, ter uma ideia que ninguém ainda teve, enxergar uma empresa por um ângulo diferente, interpretar uma notícia de modo único é muito mais difícil em uma empresa grande. Onde estariam então as melhores oportunidades?

Outro ponto que sustenta esta visão é o número de companhias em cada um destes segmentos. Notem no gráfico mais abaixo (fonte: S&P) que ao somarmos as *large caps* dos EUA, da Europa e da Ásia chegamos a cerca de 700 companhias. Já a soma SMIDs nas mesmas regiões supera 6.500 empresas – um número nove vezes maior.



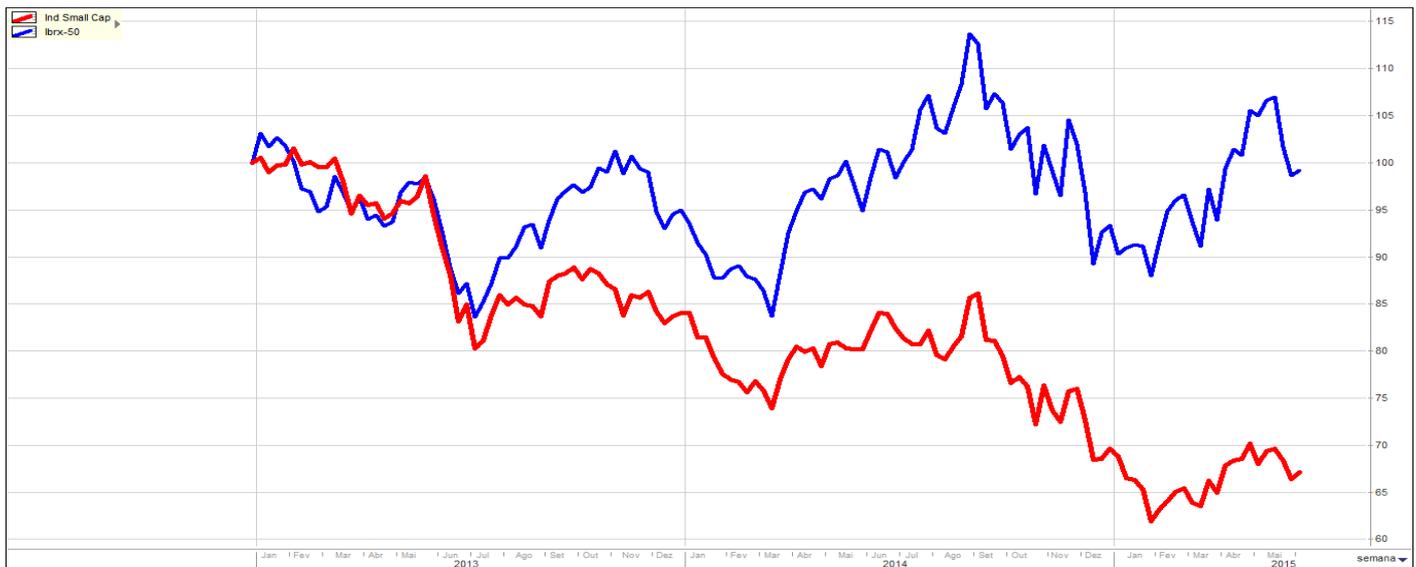
Fonte: Standard Poors

Vimos anteriormente que há um número bem maior de analistas do *sell side* escrevendo relatórios sobre as grandes empresas, mas, certamente, o número total de analistas é ainda maior quando incluímos o *buy side* (gestores de recursos).

Quase todos os fundos (ações, *hedge funds*, etc.) podem, de acordo com seu mandato, investir em empresas grandes, mas nem todos podem alocar recursos a empresas SMID. Ou seja, há um número muito grande de fundos e analistas olhando para uma quantidade relativamente pequena de empresas e um número menor de fundos e analistas acompanhando um universo nove vezes maior. **Onde será que haverá mais oportunidade?**

Uma vez que estruturalmente é interessante manter uma posição em empresas SMID a longo prazo por seu retorno superior, acreditamos que o atual momento oferece ainda um bom ponto de entrada como veremos a seguir.

O gráfico abaixo mostra que, desde 2013, as empresas SMID (linha vermelha) vêm perdendo muito valor em relação às *large caps* no Brasil (linha azul), o que tem trazido os múltiplos das empresas menores para patamares bem inferiores ao histórico.



Fonte: Economática

Segundo a Thompson Reuters, os múltiplos das companhias brasileiras de pequeno porte têm caído acentuadamente em relação aos múltiplos das empresas de grande porte desde 2013.

Valuation relativo para *small e large caps* brasileiras (%)



Fonte: Thompson Reuters

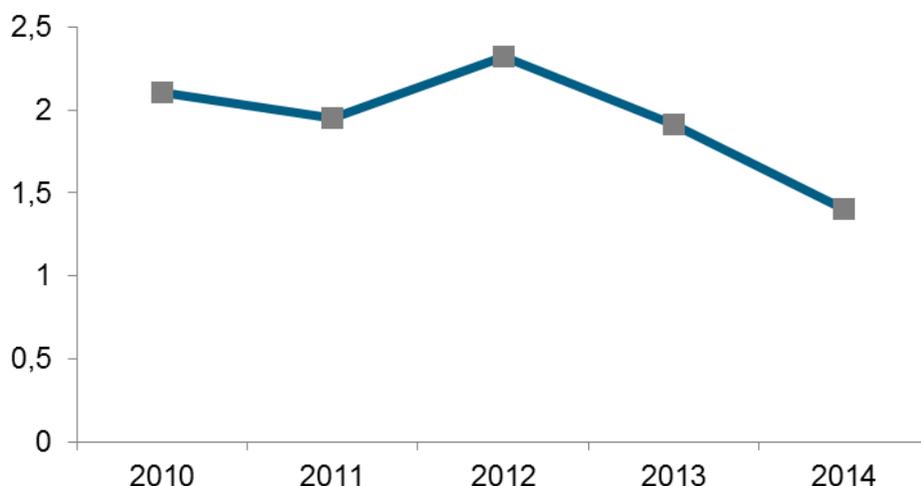
Como podemos notar no gráfico acima, apenas no auge da crise de 2008/2009 os múltiplos das *small caps* caíram abaixo da média mais um desvio padrão. Agora, novamente voltaram para este ponto e sabemos como foi a recuperação das *small caps* no pós crise... intensa e rápida.

Do ponto de vista de retorno operacional, vale ressaltar que as SMID estão desempenhando melhor do que as *large caps*. Apresentamos abaixo a relação de margem EBITDA dos últimos 5 anos das empresas grandes (Ibovespa) com as empresas SMID (*Market Vectors Brazil Small Cap ETF*). É possível notar que em 2010 a margem das grandes empresas era o dobro das empresas médias e pequenas e no ano passado esta razão caiu para 1,4x.

Ressaltamos, no entanto, que a melhor performance operacional das empresas SMID foi justamente em 2013 e 2014 – quando as ações das empresas deste segmento performaram pior.

Importante lembrar que a composição setorial entre ambos os índices é bastante distinta, então não podemos afirmar que as *large caps* sejam mais rentáveis que as SMID, mas sim que a evolução das SMID tem sido mais acentuada do que a das *large caps*.

Margem EBITDA : Large / SMID

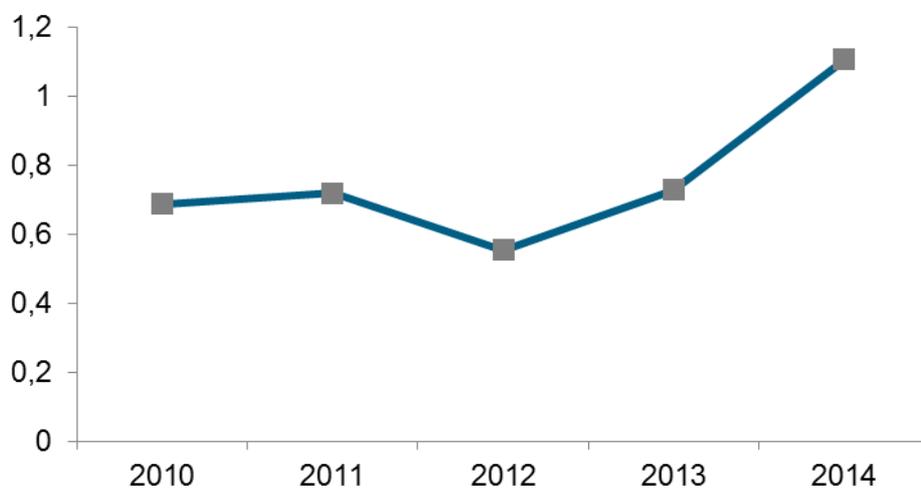


Fonte: FAMA Investimentos

Contudo, quando analisamos a relação de múltiplos entre estes mesmos índices, a evolução foi no sentido oposto. Em 2010, o múltiplo de P/Cash Flow das *large caps* era 0,7x o múltiplo das SMID, e em 2014 essa razão passou para 1,1x – especialmente nos anos de 2013 e 2014.

Novamente, dada a diferença da composição setorial dos índices, não podemos fazer uma apreciação relativa dizendo se este ou aquele é mais barato, mas facilmente podemos notar que as *large caps* ficaram bem mais caras do que as SMIDs nos últimos dois anos, período esse em que as SMIDs tiveram melhor evolução no desempenho operacional. Para nós, esta é uma clara distorção que, somada aos fatores comentados anteriormente, nos leva a acreditar que estamos face a um interessante ponto de entrada para as SMIDs.

Valuation: P/cash Flow - Large x SMID



Fonte: FAMA Investimentos

Tendo em vista nossa visão em relação às SMIDs e o momento atual do mercado, nosso portfólio está alocado de forma balanceada neste segmento: possuímos empresas pequenas e médias, com múltiplos altos e baixos, sendo algumas onde a tese é mais focada em valor e outras mais voltadas para crescimento.

A resultante é uma carteira com *valuation* bastante atrativo (P/E 9x; EV/EBITDA 6x) especialmente comparado com as *large caps* de reconhecida qualidade.

	EV/EBITDA 2016	P/E 2016
Ambev	13,1x	19,5x
Brasil Foods	10,7x	17,6x
Ultrapar	11,2x	24,0x
Cielo	15,1x	19,0x
BM&F Bovespa	12,3x	13,1x
BB Seguridade	12,1x	15,6x
Portfólio FAMA	6,0x	9,1x

Fonte: FAMA Investimentos

Seria irresponsabilidade nossa prever um timing específico para a reação das SMIDs frente às *large caps*, mas estamos convictos de que há uma série de sinais indicando que estamos em uma fase bastante interessante do ciclo para investimento em uma classe de ativos que deveria, em maior ou menor grau, ter alocação estrutural em portfólios de ações diversificados.

Fabio Alperowitch e Mauricio Levi

Julho de 2015