

FCL*Capital*

Novembro | 2017

Tese: Banco HDFC

Uma história sobre três urbanizações.

Durante os anos 1960 e 1970, um ar de otimismo tomava conta do Brasil. O PIB do país crescia a taxas sustentáveis de 6 a 7% ao ano e a população estava confiante de que o país estava a caminho de se tornar uma superpotência econômica. Este período ainda é conhecido no Brasil como o "milagre econômico".

De repente, o milagre acabou, aparentemente sem nenhuma explicação compreensível e desde então, o Brasil tem visto um crescimento econômico medíocre.

Gráfico 1: PIB do Brasil nos anos 60 e 70

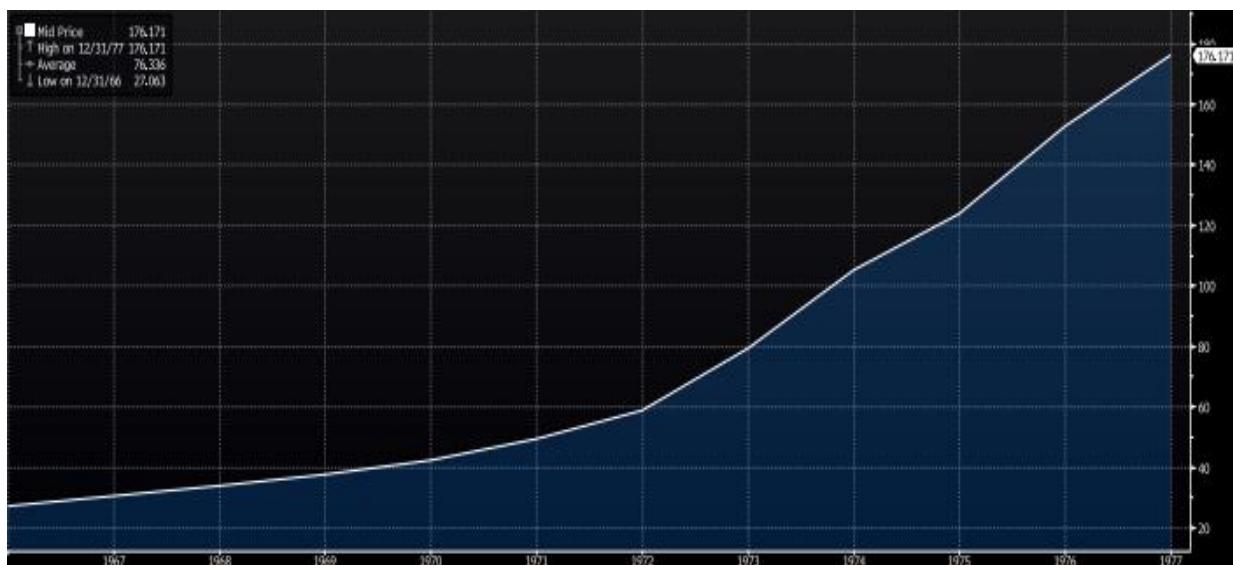
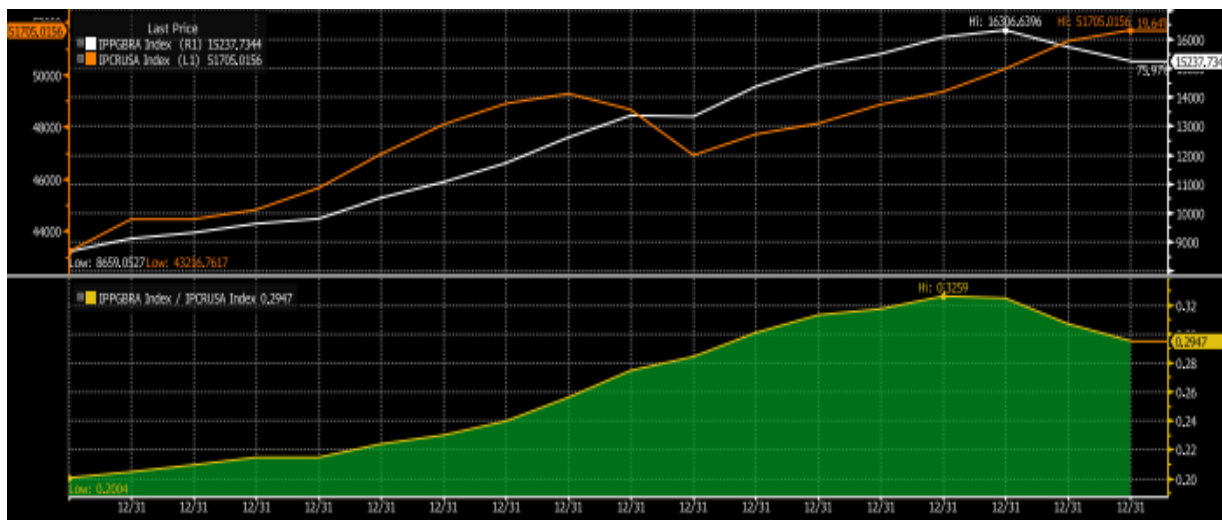


Gráfico 2: PIB Brazil / EUA % 2000-2017



O desenvolvimento econômico segue padrões razoavelmente previsíveis. Em primeiro lugar, quando o PIB per capita é baixo e a maioria do povo vive em áreas rurais, o progresso econômico é relativamente simples. Enquanto houver empregos de manufatura de produtos ou serviços em cidades ou mesmo na economia informal, pessoas irão para as cidades, buscando seu maior dinamismo e oportunidades de aumentar sua renda.

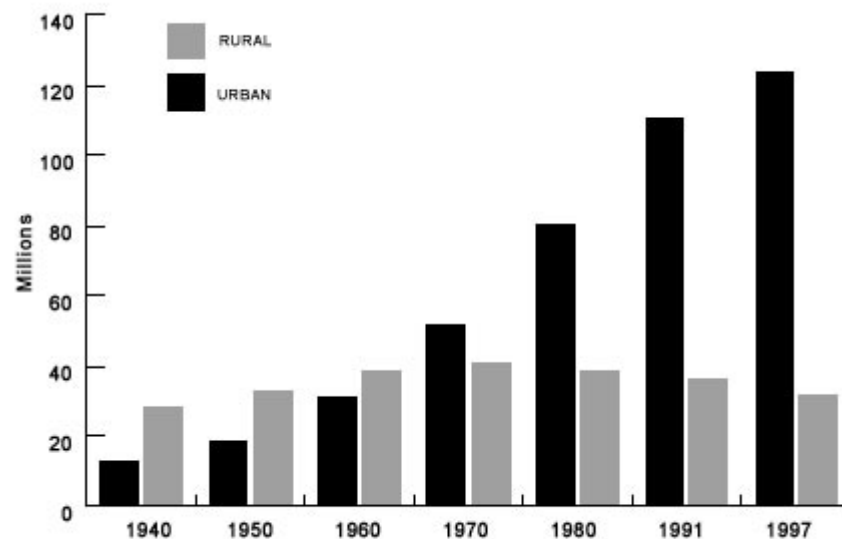
Como um todo, tais migrantes se tornarão mais produtivos neste ambiente econômico mais dinâmico, aumentando portanto, a produtividade e o PIB do país.

Então, à medida que a urbanização atinge seus limites naturais, o desenvolvimento torna-se mais complicado e começa a depender das instituições de cada país, ambientes de negócios, facilidade de empreender e assim por diante.

O Brasil, durante os anos 60 e 70, vivia um momento de urbanização acelerada. Não é de se espantar, portanto, que a economia estivesse crescendo. Então, à medida que os efeitos da

urbanização se foram, ficou nítido que o Brasil não tinha o necessário para se tornar um país desenvolvido. O país é conhecido por seu excesso de burocracia, altos impostos e um ambiente de negócios esclerótico. Apesar de que investidores e empresários inteligentes conseguiram encontrar oportunidades, as instituições e o ambiente de negócios do Brasil garantiram que, nas décadas seguintes, o país se tornaria um grande exemplo do que é conhecido como a armadilha de renda média: um país já não tão pobre onde coisas básicas como simples urbanização serão suficientes para o desenvolvimento.

Gráfico 3: Crescimento populacional - Urbana e Rural no Brasil



Source: IBGE, Anuário Estatístico, 1997

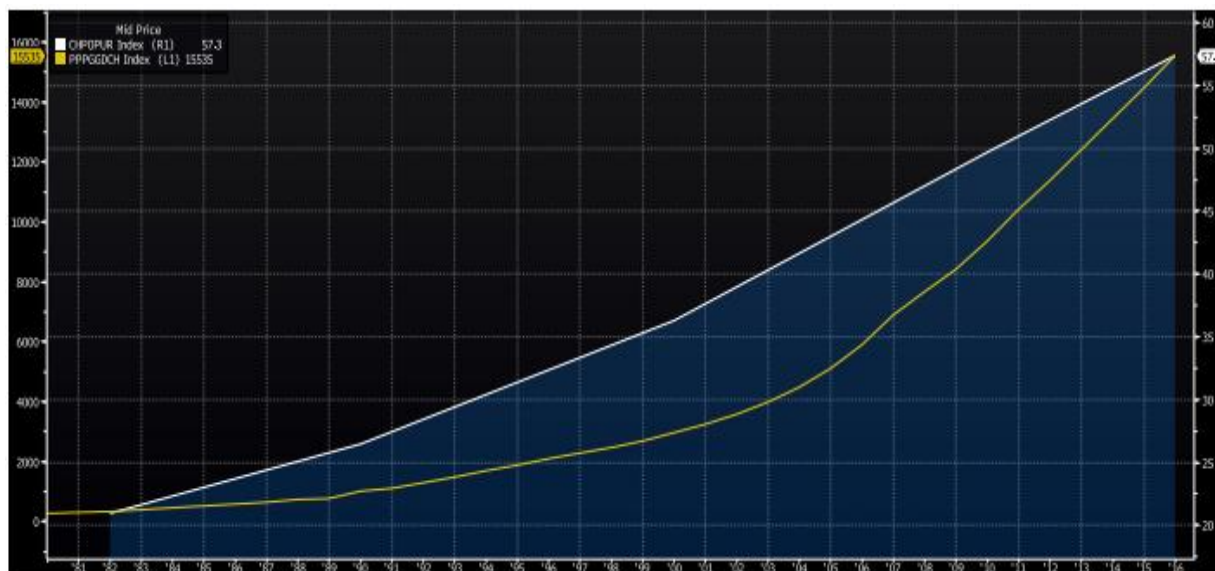
China

A China, na nossa opinião, é exatamente o oposto do Brasil. Apesar de uma cultura e sistema político completamente diferente, um observador astuto é capaz de constatar que seus políticos planejam tendências de longo prazo e, em geral, nas últimas décadas, foram capazes para alcançar seus objetivos.

Embora nenhuma sociedade seja perfeita, o povo chinês é extremamente empreendedor e muitos desenvolvimentos importantes estão sendo alcançados. Ao mesmo tempo, muitos investidores ainda não perceberam que a China já possui quase tantos "unicórnios" (empresas de tecnologia que valem mais do que U\$ 1 bilhão) quanto os EUA, e um PIB superior (quando medido por Paridade de Poder de Compra). Ainda mais importante, a China está começando a dominar setores cruciais da economia que serão os mais importantes do século XXI, como plataformas móveis, inteligência artificial e comércio eletrônico.

Em outras palavras, acreditamos que a China se tornará não só a maior economia do planeta, mas uma nação desenvolvida e esse fato pode ser o aspecto econômico mais importante das nossas vidas.

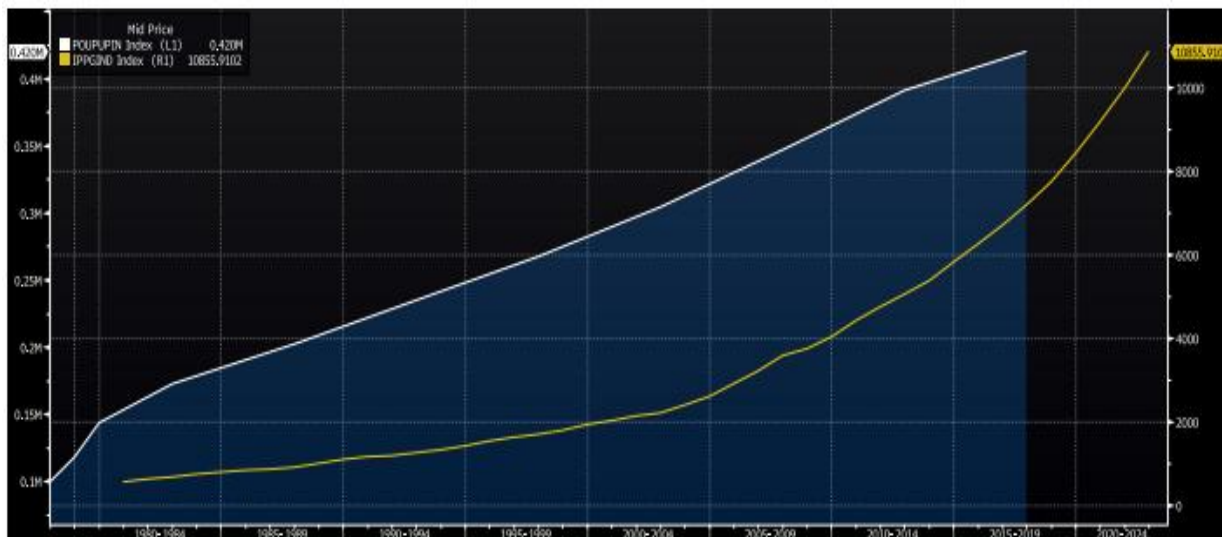
Gráfico 4: Razão entre urbanização e PIB per capita na China, últimos 20 anos



O segundo aspecto econômico mais importante das nossas vidas pode ser o desenvolvimento da Índia, país onde o HDFC está hospedado. Mas primeiro, seremos francos; acreditamos que a Índia também enfrentará uma armadilha da renda média no seu caminho.

Seu ambiente de negócios é notoriamente difícil, tanto quanto, senão mais, do que o brasileiro. Seu povo não mostrou, ao longo dos séculos, o mesmo nível de empreendedorismo que os chineses. O fato de ser uma democracia e não uma autocracia central como a China, certamente traz muitas vantagens à sua população, mas também torna seu processo de urbanização mais lento, mais caótico e mais incerto do que o chinês.

Gráfico 5: Razão entre urbanização e PIB per capita na Índia, últimos 20 anos



Dito isto, esse fato não altera a nossa tese. A Índia está décadas atrás da China e do Brasil em seu processo de urbanização. Isso significa que, embora o país seja certamente mais pobre do que seus colegas, membros do BRIC, isso também significa que ainda tem duas ou três décadas de crescimento acelerado até atingir sua própria armadilha da renda média (tendo em mente que esse resultado nunca é inevitável. Países e seus sistemas podem mudar e mudam).

Uma segunda conclusão impressionante: mesmo que a Índia atinja uma armadilha da renda média em algum momento nas próximas décadas, ao atingir um PIB per capita em níveis do Brasil atual, de cerca de U\$ 12 mil (o que certamente seria uma decepção para muitos), graças à sua enorme população, a economia da Índia teria atingido o mesmo tamanho da economia atual dos EUA.

Tenha em mente que o PIB é simplesmente o número de trabalhadores vezes o montante produzido por cada trabalhador. Ter uma população quatro vezes maior que a dos EUA significa que, matematicamente, se cada trabalhador indiano tiver apenas um quarto da produtividade do trabalhador médio americano, suas economias teriam o mesmo tamanho.

A economia indiana tem enormes oportunidades que têm sido desperdiçadas. Certamente, poucos países possuem tanta história, beleza e potencial. Mas também, certamente, fez um grande trabalho em desperdiçar oportunidades no passado

Na medida em que a China passará de renda média (ou seja, níveis brasileiros de desenvolvimento) para níveis de país desenvolvido, o mundo sentirá seus efeitos. Mas quase tão importante, na medida em que a Índia sair do status de país pobre e passar para a renda média, devido ao seu enorme tamanho, essa simples transição também será responsável por remodelar o século 21 de muitas maneiras, gerando fortunas em seu caminho.

Mas primeiro, um pouco de contexto do setor bancário indiano e o HDFC.

HDFC e as reformas de Singh

Os anos 90 trouxeram muitos novos desenvolvimentos. Enquanto o muro de Berlim caía, o mundo explorava seus próprios limites e possibilidades.

Enquanto isso, muitos países enfrentavam grandes dificuldades, uma vez que suas economias se baseavam numa ordem mundial que simplesmente desapareceu de repente.

A União Soviética, como todos sabemos, colapsou. A China teve a sorte de ter embarcado nas reformas de Deng Xiaoping uma década antes. A Europa Oriental foi dividida entre a sua influência soviética de um lado e a Europa, do outro.

Enquanto isso, a economia da Índia estava em crise. Não só sua economia era fortemente planejada com influências marxistas, mas o país estava num momento inoportuno devido aos altos preços do petróleo. Em julho de 1991, devido a essa turbulência, o então ministro das finanças do país, Mohamed Singh (que mais tarde seria o primeiro ministro da Índia) aprovou um orçamento com muitas reformas importantes, como a abertura da economia em alguns setores à concorrência estrangeira, a flutuação da moeda e crucialmente para o propósito desta tese, liberalizou o setor financeiro.

Sua coragem foi fundamental: a Índia tornou-se uma grande promessa e, deixou de ser um país zombado por ter uma "taxa de crescimento hindu". Desde então, teve em média, cerca de 6% de crescimento anual do PIB (embora partindo de um patamar baixo).

A partir desta abertura surgiu o HDFC, um dos primeiros bancos privados da Índia e ainda, de longe, o mais bem gerenciado do seu grupo.

O HDFC foi fundado em Mumbai, a capital econômica da Índia, em 1994. Sua história é maravilhosamente capturada em um livro que esta casa recomenda aos nossos leitores: "A Bank for the Buck" que pode ser facilmente comprado na Amazon.¹

¹ https://www.amazon.com/s/ref=nb_sb_noss/130-4720385-0407929?url=search-alias%3Ddigital-text&field-keywords=bank+for+the+buck

O HDFC começou antes mesmo das reformas liberalizadoras indianas, quando seu presidente, Hasmukh T. Parekh observou que muitos londrinos tinham hipotecas, algo quase inédito na Índia e, portanto, podiam possuir suas próprias casas.

Desde então, o HDFC é fortemente associado ao financiamento hipotecário para compras de imóveis residenciais na Índia, e esta continua sendo a principal linha de produtos do banco.

Pouco depois, o banco também começou a oferecer empréstimos pessoais e automotivos e passou a acompanhar o crescimento econômico da Índia.

Existem poucas empresas que esta casa pode pensar que se assemelham a tantas tendências seculares positivas:

Mega tendências do HDFC

1) Crescimento econômico

Como todos sabemos, bancos são muito sensíveis ao crescimento econômico. Tal sensibilidade é uma das razões deles tenderem a ter menores valorações. Na medida em que os bancos sofrem quando a economia se deteriora, eles estão entre os principais beneficiários do rápido crescimento econômico, uma vez que haverá demanda por seus produtos como, empréstimos, crédito hipotecário e corporativo. A Índia, como sabemos, provavelmente irá desfrutar de crescimento acelerado nas décadas à frente.

2) Urbanização e crescimento populacional

A Índia, ao contrário de outras grandes economias, ainda possui uma população em rápido crescimento, que por sua vez traz a demanda familiar por casas e empréstimos para habitação. Ao mesmo tempo, uma maior proporção da população está se mudando para os centros urbanos e áreas semi-urbanas, aumentando a renda e a demanda dessas novas famílias.

Portanto, em geral, este setor deve continuar crescendo significativamente mais do que a economia indiana que já vem em rápido crescimento.

Gráfico 6: Ativos do HDFC (trilhões de rupias)

2015	2016	2017
6.070	7.622	8.923

3) Famílias Nucleares

Os consumidores da Índia não somente têm renda crescente, mas o país em sí, com seu desenvolvimento, está se tornando mais ocidentalizado e urbano. As castas não são mais tão importantes quanto foram um dia. Muitas pessoas agora mudam de cidades e buscam novos empregos. Uma consequência é que as famílias estão se tornando mais nucleares, assim como as famílias da Europa e da América do Norte e isso também traz demanda adicional por empréstimos para habitação, uma vez que o número médio de pessoas por residência deve continuar caindo.

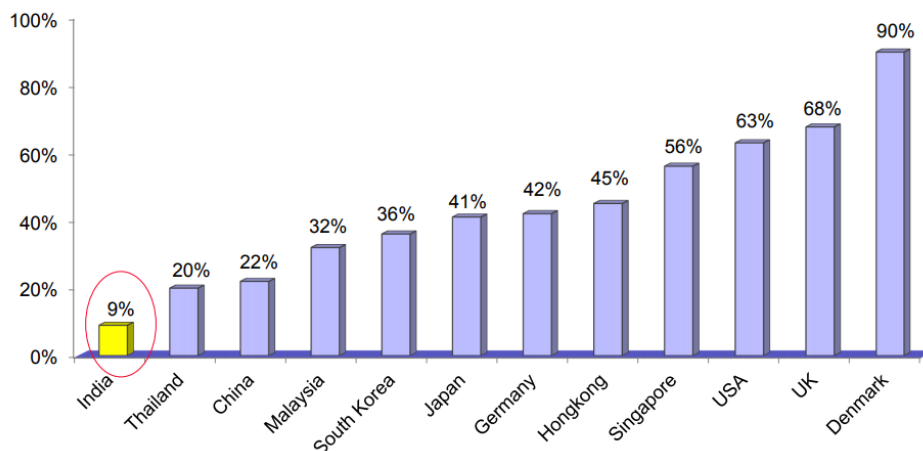
Gáfico 7

Demografia Favorável	>	66% da população da Índia tem 35 anos ou menos. Portanto, alto potencial para empréstimos
Casas de Família	>	Aumento do número de lares, aumentando o número de famílias nucleares
Rápida Urbanização	>	Atualmente 32% da população vive nas cidades; estimativa de 40% até 2030
Melhores preços	>	Maior poder de compra devido a renda extra e taxas de juros baratas para empréstimos habitacionais
Incentivos Fiscais	>	Incentivos fiscais para juros e principal para crédito habitacional
Programas Governamentais	>	Casas para todos até 2022: Subsídios de taxas de Juros aumentou para incluir a classe média através do esquema governamental de crédito
Orçamento 2017 - 18	>	Incentivos para construtoras investirem em imóveis habitacionais baratos, maiores alocações para refinanciamentos de crédito habitacional
Regulamentação	>	Resoluções do governo para trazer maior transparência e disciplina para o setor
Fontes de Financiamento	>	Melhores condições de limites de investimentos para seguradoras e fundos mútuos que investem em empresas de financiamento habitacional.

4) Penetração de produtos hipotecários e financeiros. Acesso a serviços bancários.

À medida que as pessoas se mudam para as cidades e aumenta sua renda e economias, elas passam a ter acesso a produtos e serviços que não tinham anteriormente – um processo muito semelhante ao que aconteceu com o Brasil, na China e em inúmeros outros mercados.

Gráfico 8: Penetração hipotecária



Fonte: European Mortgage Federation, HOFINET & estimativas HDFC

O melhor da turma: Valoração e perspectivas

Gráfico 9: Números HDFC vs ICBC

	HDFC	ICBC
EST P/E 2018	26.35	17.75
Avg ROE past 3 years	19.13%	12.75%
Gross NPLs	1.14%	7.20%
Return on assets	1.84%	1.07%

Em qualquer lugar que você procure, o HDFC é o banco privado mais bem gerenciado da Índia. Para conhecer os motivos dessa análise, mostraremos algumas perspectivas.

Como muitos de nossos leitores sabem, em 2014 a Índia elegeu a reformista Narendra Modi, do partido Barhathiya Janatha (BJP) como primeiro ministro.

Mesmo após um quarto de século de reformas, a Índia continua sendo uma economia muito estatizada. Entre seus problemas crônicos, está um código tributário provinciano, que empurrou as empresas para a informalidade e um sistema bancário crônico e esclerótico, um sistema que permanece com 70% dos seus ativos nas mãos dos estados, continua gerando dívidas incobráveis para empresas "zumbis" politicamente conectadas, em nome da estabilidade, das relações pessoais e da segurança no emprego.

Ambos os problemas estão sendo tratados. Uma nova lei tributária que foi aprovada no ano passado, mesmo com suas falhas inevitáveis, deve dar um impulso à formalização que a economia está passando.

Enquanto isso, o sistema bancário está começando a se agitar. Relações antigas e linhas de crédito bancário estão sendo revisadas e espera-se que ao longo do tempo o setor privado continue ganhando participação no mercado.

O HDFC é o segundo maior banco do setor privado após o ICBC, mas com um mix de produtos diferente que remete às suas raízes como um provedor de empréstimo habitacional.

Ao longo do tempo, o HDFC mostrou maior consistência, mais rápido crescimento de lucros e maior ROE do que a maioria de seus concorrentes.

Ainda mais importante: o HDFC está entre os poucos bancos sem um problema profundo de crédito ruim que poderia paralisar o seu crescimento nos próximos anos

Gráfico 10: PIB da Índia nessa década

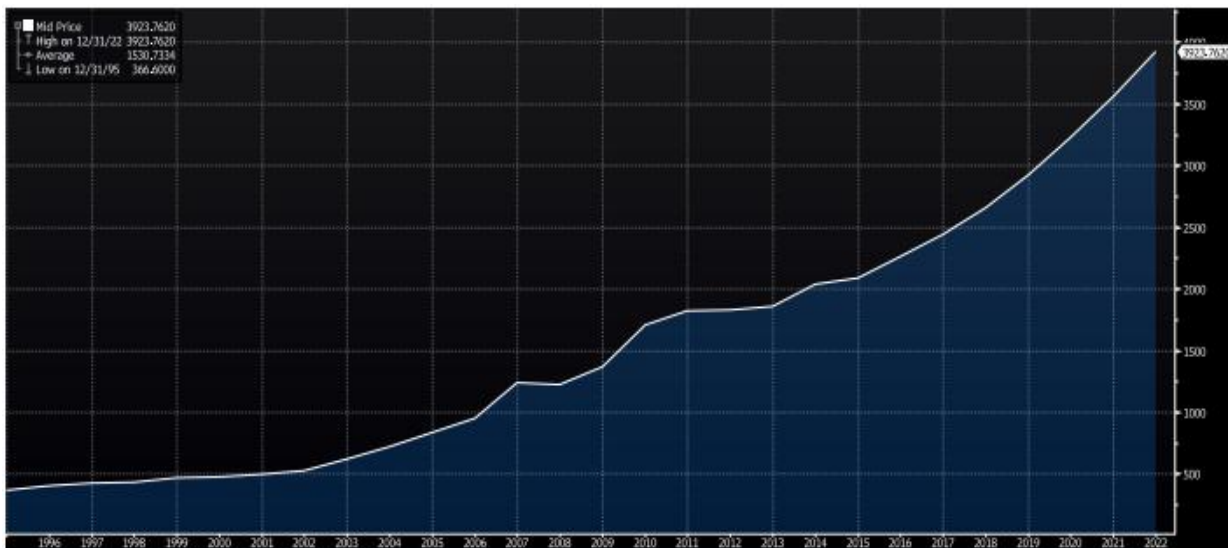
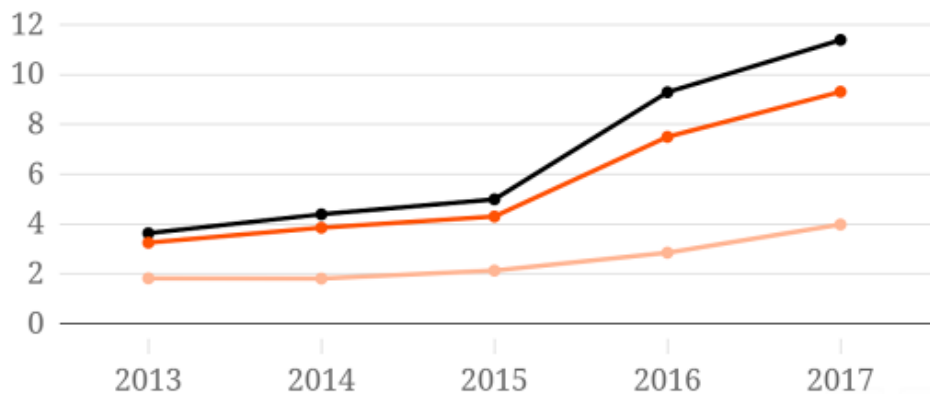


Gráfico 11: Percentual de crédito ruim no setor bancário indiano

Gross non performing assets across banking sector (%)

■ Nationalised banks ■ Private banks ■ Total



Tal qualidade é paradoxalmente uma das principais razões pelas quais, nós temos evitado as ações do banco HDFC. Como o melhor da turma, é óbvio que o HDFC merece um prêmio. Muito poucas outras franquias bancárias no mundo têm tamanho crescimento, grande oportunidade de mercado ainda amplamente inexplorada, ROE consistentemente elevados e um livro de empréstimo disciplinado e bem gerenciado.

Warren Buffet disse uma vez que esperou por mais de uma década para o preço do Wal Mart cair para um preço "certo" que nunca chegou e esse erro de esperar muito tempo custou a Berkshire Hathaway 10 bilhões de dólares.

Da mesma forma, se começássemos a comprar o HDFC há um ano, já teríamos acumulado um retorno de 50%. Mas isso pode se tornar algo bom no longo prazo, porque pensamos que o HDFC pode ser o tipo de empresa que um investidor astuto compra ao longo dos anos e décadas. É uma franquia poderosa, como as que a economia dos EUA costumava ter em abundância. Pode ser uma ótima ação para manter no portfólio por muito tempo.

O HDFC tem valor de mercado de cerca de 4,8 trilhões de rupias (cerca de 75 bilhões de dólares) e tem um patrimônio líquido tangível de cerca de 917 bilhões de rupias (aparentemente um P/B caro de cerca de 4,9 vezes)

Os ROEs consistentemente elevados, próximos de 18% ao ano, significam que um investidor provavelmente pagará um P/L de 26 vezes.

Assumindo um retorno exigido de 15% para um modelo simples de crescimento de lucros de Gordon, um P/B de 6 seria prudente.

$$18 / 0.15 - 0.12 = 6$$

É muito importante observar que esta casa não foca sua tese sobre o HDFC em um modelo de crescimento de lucros de Gordon ou em qualquer outra ferramenta quantitativa particular. Em vez disso, usamos um mosaico de razões, opiniões, fatos e análises quantitativas para chegar a nossa conclusão.

Obviamente, modelos como este são úteis para que possamos entender a realidade um pouco melhor. Eles certamente não capturam todas as opções, todos os riscos e circunstâncias, as mudanças no sentimento, as reviravoltas dos negócios. Mas eles são como uma luz que ajuda a guiar o desenvolvimento do raciocínio. E eles nos deixam pistas que pelo são no mínimo úteis para o nosso raciocínio.

Um índice P/B de 6 nos levaria a um preço-alvo de 119, uma apreciação de 22% para uma empresa ainda desvalorizada que, para esta casa, é, de longe, a mais promissora do subcontinente indiano.

Riscos

Qual é a pior coisa que pode acontecer para o HDFC? Ser pessimista e pensar no potencial de perda e piores resultados é parte do nosso trabalho. Podemos encontrar três circunstâncias potencialmente muito ruins.

A) A economia indiana desacelerar subitamente

Investidores indianos são ao mesmo tempo decepcionados e otimistas.

Eles têm todas as razões para ser otimistas: devido à sua enorme e jovem população, reserva de talento, localização e habilidades. Seu país deveria ter, se não ocorrer alguma grande catástrofe, uma economia aproximadamente do mesmo tamanho dos Estados Unidos no ano de 2050.

Ao mesmo tempo, os investidores indianos estão acostumados com decepções, uma vez que sua economia tem tido desempenho consistentemente inferior ao da China, e ainda mais importante, inferior ao seu próprio potencial.

Um crash significativo é improvável, mas não é impossível. O problema do crédito ruim do setor bancário pode piorar e o governo pode mostrar falta de vontade de resolver. Pode haver uma crise monetária, uma vez que a Índia tem um problema perene de conta corrente, se o petróleo voltar para patamares acima de U\$ 100, isso pode ocorrer.

Finalmente, talvez de forma mais dramática, a Índia ainda possui demônios próprios para resolver. Não somente o problema com o Paquistão, seu vizinho, mas também dentro de suas próprias fronteiras, onde as divisões sectárias, entre suas populações hindu e muçulmana tem piorado devido a rigidez do partido BJP.

Em suma, ainda acreditamos que a Índia irá sobreviver mantendo sua forma atual, e sua população jovem, pacífica e cheia de potencial encontrará uma maneira de coexistir e levar o país para frente.

B) A urbanização na Índia pode parar

A tese do HDFC é fortemente focada na urbanização da Índia. Essa urbanização, como explicamos acima, acontece de forma mais lenta e caótica do que na China.

Mesmo com o fato de que, no momento em que escrevemos essa carta, apenas 37% da população indiana vive nas cidades, acredita-se que um em cada três moradores de Mumbai vive em favelas.

Com o advento atual da robótica e da Inteligência Artificial, é possível que os empregos industriais e do colarinho azul comecessem a desaparecer e estes são exatamente os tipos de empregos que normalmente atraem pessoas das áreas rurais para as cidades.

Caso a mudança tecnológica não seja tão perturbadora, a Índia deve continuar seu processo de urbanização.

A melhor estimativa atual é que, embora a China deva levar cerca de um por cento de sua população às suas cidades por ano, saindo dos atuais 57% a 90% em 2050; a Índia passará por um caminho mais lento, de 33% em 2017 para 40% em 2030 e 50% em 2045.

C) Os problemas bancários indianos podem piorar

No geral, o HDFC passou pela crise bancária indiana sem maiores problemas.

Uma possível crise mais grave seria como uma faca de dois gumes: por um lado, o HDFC ganharia *market share*, especialmente no setor público, que é terrivelmente gerenciado; por outro lado, crises bancárias são extremamente imprevisíveis e até mesmo os mais inocentes podem sair prejudicados.

No geral, acreditamos que a economia indiana ainda está muito incipiente em seu ciclo de desenvolvimento para ter problemas similares com os que ocorreram nos mercados desenvolvidos. Acreditamos que um crescimento entre 5 e 10% ao ano deve garantir que nada de ruim aconteça, apenas problemas localizados e pontuais que podem ser solucionados.

5) A urbanização indiana à frente

O setor bancário certamente é um setor difícil de investir. Por um lado, empresas de utilidade pública oferecem poucas chances de retornos significativamente acima dos esperados. Nós classificaríamos bancos como HSBC, JPMorgan Chase e, em 2017, até o Goldman Sachs, nesta categoria.

Por outro lado, empresas de alto risco, como os bancos gregos, certamente podem recompensar investidores arrojados com enormes ganhos, certamente com volatilidade e risco ao longo do caminho.

Acreditamos que o HDFC oferece o melhor de ambos os mundos. O melhor da sua turma em uma democracia promissora, ainda no início de sua fase de desenvolvimento e cujo próprio nome nos lembra de quão promissor é sua linha de produtos e quão poderosa é a sua missão: habitação, uma necessidade humana básica, que precisa ser fornecida para um subcontinente de mais de um bilhão de jovens que estão se tornando mais urbanos e afluentes, mudando-se para casas mais nucleares e e possuem uma capacidade crescente de tomar empréstimos para hipotecas, quitá-las e seguir adiante.

Mesmo com o fato de que o preço da ação atual está acima do que gostaríamos e, portanto, não dá espaço para nosso fundo aumentar a sua posição aos níveis que gostaríamos, ainda vale a

pena dizer, é para ideias como essas, projetos como esses, que trabalhamos todos os dias: empresas com números que melhoram rapidamente e cuja existência é lógica, necessária e vital para seus clientes.

Equipe FCL.

Sobre a FCL Capital

A FCL Capital é uma gestora de recursos sediada no Rio de Janeiro, cujo objetivo é maximizar o retorno de seus investidores. A FCL tem como nicho principal, mas não exclusivo, investimentos em empresas abertas, listadas em bolsa de valores (posições compradas e vendidas nos mercados acionários). Para saber mais sobre nosso trabalho, entre em contato conosco ou acesse nosso website: www.fclcapital.com.

Relacionamento com Investidores

fcl@fclcapital.com

info@fclcapital.com

Avenida das Américas, 500 - Bloco 3

Sala 125

Rio de Janeiro / RJ - Brasil

CEP: 22640-100

Telefone: (55) (21) 3268-7918

www.fclcapital.com

Auditoria



Custódia



Regulamentação



Administração



Advertência jurídica: Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações almejando dar transparência aos nossos investidores e não deve ser entendida como uma oferta de venda do clube de investimentos FCL Capital ou de qualquer valor mobiliário nela citada. As opiniões e estimativas citadas nesta carta são considerações feitas até o momento da publicação e podem mudar sem nenhum anúncio ou aviso prévio. Performance passada não é garantia de performance futura. Fundos de investimentos não possuem garantia de seu administrador, do gestor, ou qualquer mecanismo de seguro de fundos. As performances exibidas são sempre líquidas de taxas de administração e performance, mas não do imposto de renda devido pelos cotistas. Para maiores informações favor acessar o Portal Educação Financeira da ANBIMA "Como Investir" (www.comoinvestir.com.br)