

FCL*Capital*

Fevereiro

“Ninguém quer morrer. Mesmo pessoas que querem chegar ao céu não querem morrer para estar lá. Ainda assim, a morte é o destino que todos compartilhamos. Ninguém nunca escapou. E assim é como deve ser, porque a morte é provavelmente a maior invenção da vida. É o agente de transformação da vida. Ela limpa o antigo para abrir caminho para o novo.”

Steve Jobs, durante o seu famoso discurso na cerimônia de graduação em Stanford, 2005

Tese FCL: Fu Shou Yuan

Haverá muitos vencedores na China durante as próximas décadas, caso as previsões se mantenham, como é cada vez mais provável, de que esse será o século chinês.

Nossa tese neste mês é sobre um dos aspectos do boom chinês que, esta casa acredita, estar entre os mais negligenciados. Mas primeiro, um pouco de história.

Em 1979, a China comunista era um país muito diferente do que é hoje: o principal medo entre os seus governantes era que as colheitas não seriam suficientes para alimentar sua enorme população e o resultado seria a fome e a revolta do povo. Ao mesmo tempo, algo que é freqüentemente esquecido pelos ocidentais: valores do confucionismo, uma das poucas constantes na cultura chinesa nos últimos milênios, garantiram um nível de aceitação sobre o que estava por vir. O confucionismo, afinal, coloca ênfase no holístico, no conjunto, na sociedade acima do indivíduo, na harmonia acima da mudança irrestrita, nos valores e normas acima do individualismo.

Confúcio, há milhares de anos:

“Que o Príncipe seja Príncipe;
O súdito, súdito;
O pai, pai;
O filho, filho;
Como deve ser.”

Então, o que estava por vir era a política chinesa de um filho por família. Numa sociedade governada por um partido comunista desesperado por controle, vivendo em meio a pobreza em massa, e com temores de revolta popular com o crescimento da fome, tal política foi implementada, e com raras exceções, a nenhum casal era permitido ter mais de um filho.¹

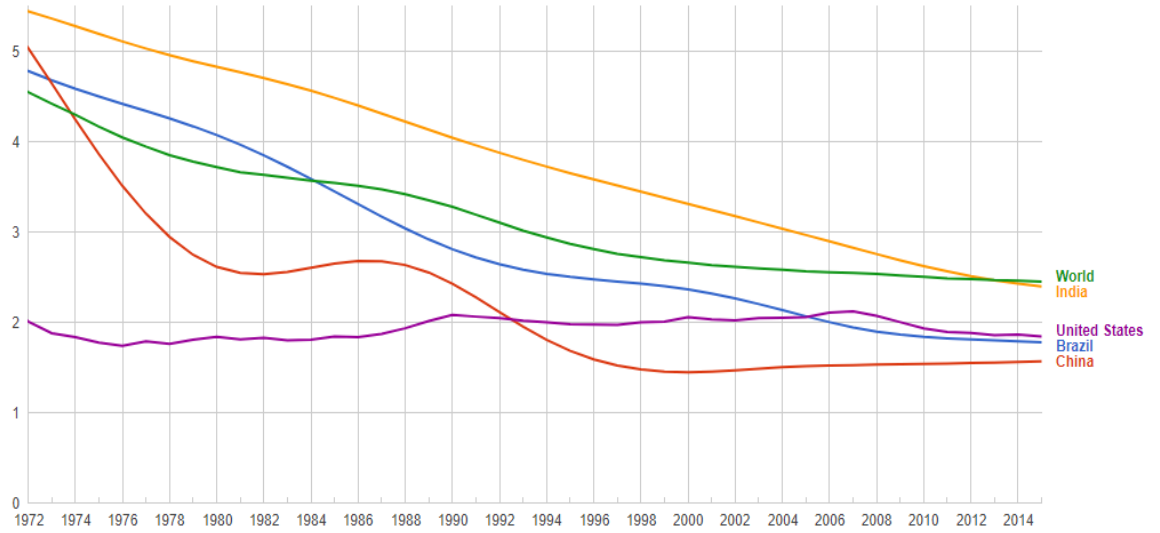
É um assunto que gerou um enorme debate e se foi bem-sucedido ou não é algo que vai além do foco dessa tese. Alguns dizem que preveniu o nascimento de 400 milhões de crianças. Como efeito colateral observa-se um desbalanceamento de gênero (devido ao aborto de bebês do sexo feminino principalmente em famílias que viviam no campo) e uma taxa de fertilidade baixíssima para um país com baixa renda per capita.

A demografia, curiosamente, é uma das partes mais previsíveis do futuro: com certa razoabilidade, podemos antever a população de um determinado país por longos períodos.

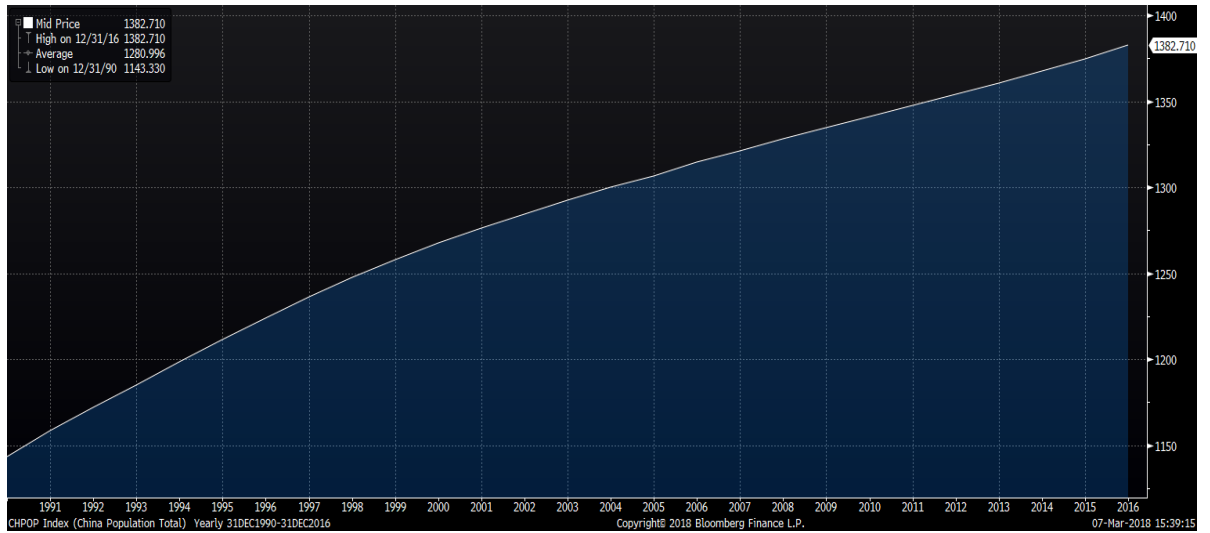
O fato é que, com a política de uma criança por casal, em combinação com a surpreendente abertura e desenvolvimento da economia chinesa, que levou a uma enorme migração do campo para a cidade, maiores níveis de alfabetização, ambição e vidas mais corridas, a taxa de fertilidade chinesa despencou visivelmente.

¹ Esta política foi gradualmente afrouxada e atualmente duas crianças por casal é permitido na maioria das circunstâncias.

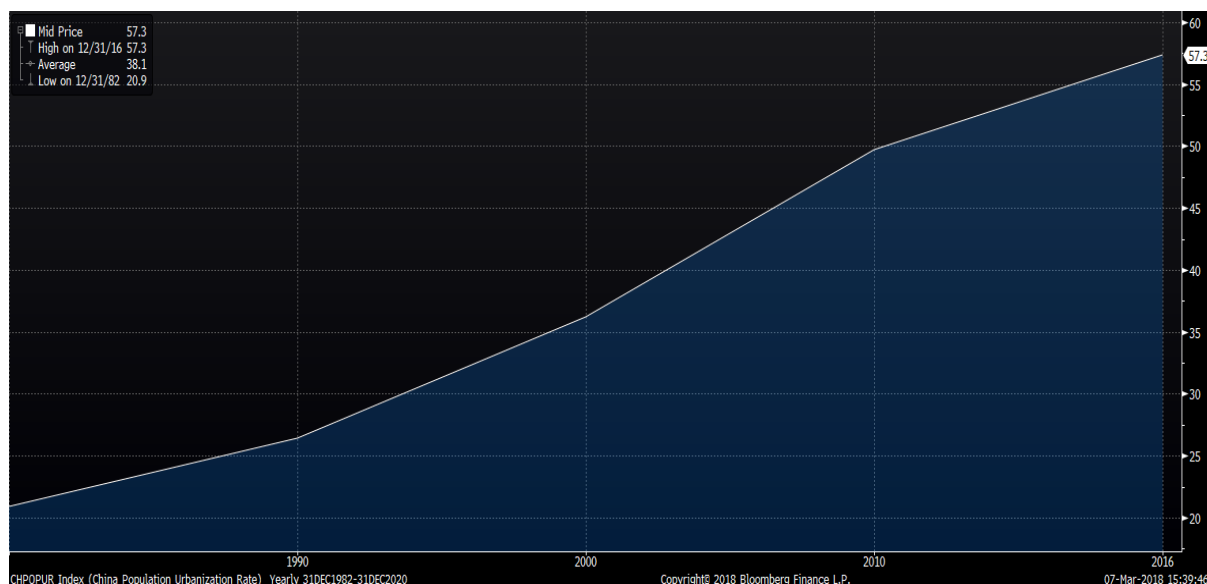
Taxa de Fertilidade



População Chinesa



Taxa de Urbanização Chinesa

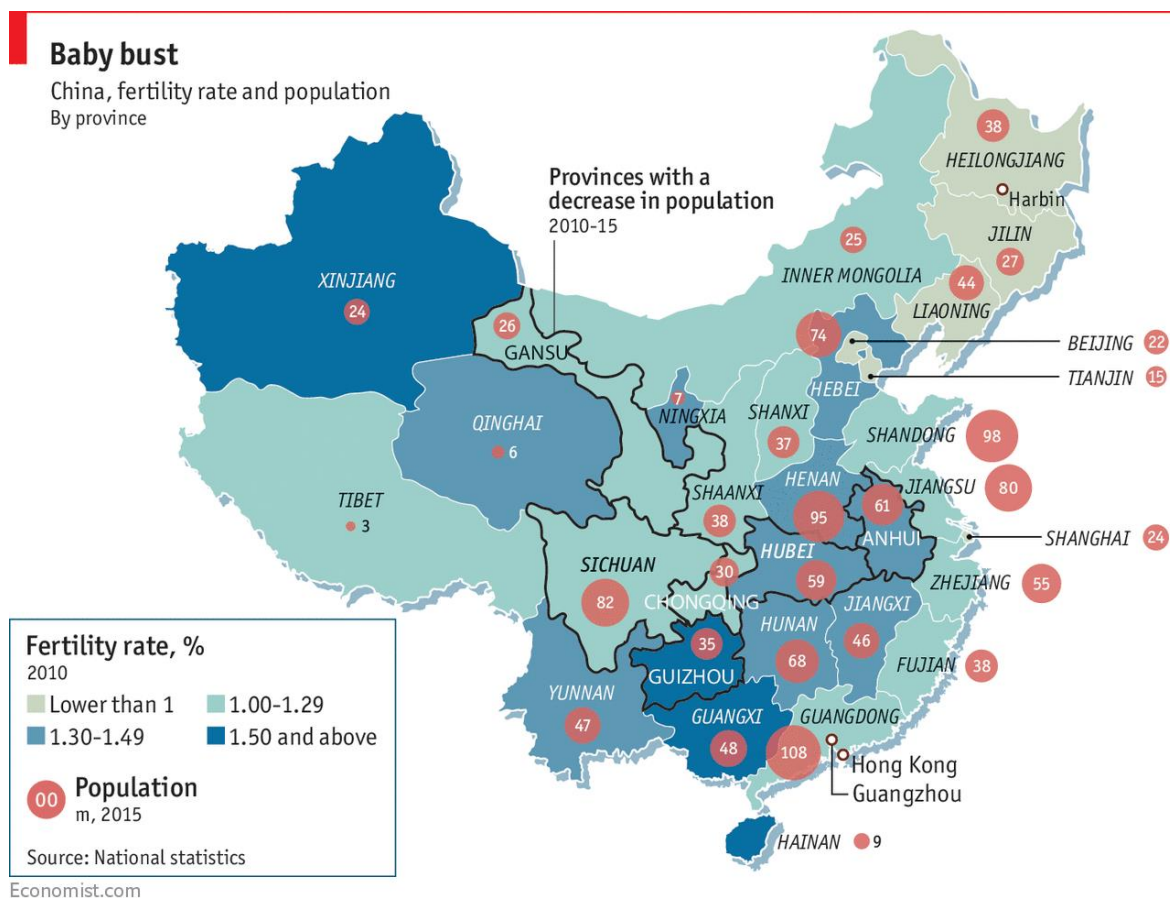


É um fato bem conhecido que 2,1 é o chamado “índice de reposição” para uma população, ou seja, é o número de bebês que um casal precisa ter para que a população se mantenha no longo prazo (já que algumas crianças morrem antes de reproduzir e são necessárias duas pessoas para terem um bebê).

A china não está drasticamente abaixo desse nível (estando acima do Japão, por exemplo), porém algumas partes do país têm uma média abaixo de um. A mulheres chinesa está cada vez mais entrando em carreiras que demandam a maior parte do seu tempo, e optando por não ter filhos.

Uma consequência direta de uma baixa taxa de fertilidade é uma população cada vez mais velha. De fato, alguns analistas de mercado com visão pessimista sobre a china (uma parcela da qual essa casa não faz parte) especulam até mesmo que a “China pode envelhecer antes de enriquecer”.

The Economist: Mapa da China – Taxa de fertilidade por região



Quando falamos sobre investimentos, assim como em nossas vidas, muitas vezes as coisas mais óbvias são aquelas que nos recusamos a enxergar. Milhares de investidores, assim como nós, estão constantemente buscando oportunidades chinesas no consumo, nas finanças, turismo, entre outros.

Fu Shou Yuan é o líder e um consolidador em um dos setores que acreditamos, apresentará enormes taxas de crescimento nas próximas décadas na China. É o maior provedor privado de serviços funerários no país.

Em primeiro lugar, todas as culturas têm sua própria maneira de lidar com a morte. Na China e no Oriente, rituais funerários são uma grande parte da tradição do povo. Uma geração após a implementação da “política de um filho”, muitos desses filhos únicos que deixaram seus pais no campo e enriqueceram na cidade grande desejam, com a ajuda de sua renda em ascensão, providenciar belas e respeitadas cerimônias no momento do falecimento de membros da sua família.²

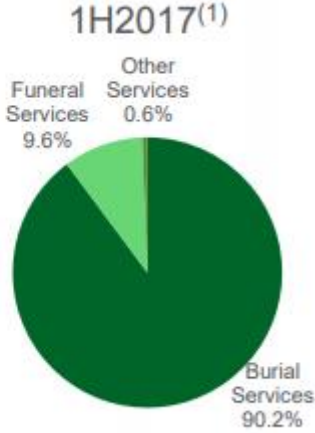
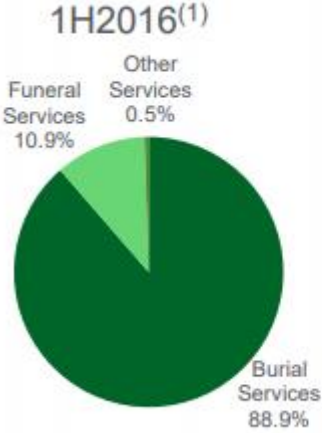
Fu Shou Yuan Foi fundada em 1994 e é atualmente o maior provedor de serviços funerários na China e é líder numa indústria que ainda é em sua maior parte, composta por cemitérios e serviços estatais de alta ineficiência.

A empresa é proprietária e operadora de diversos cemitérios importantes espalhados pelo país, além de cremadores provendo serviços funerários e fazendo a manutenção dos cemitérios.

Em 2014, percebendo a oportunidade de mercado e com necessidade de entrada de capital para se consolidar, a empresa listou suas ações na bolsa de Hong Kong.

A empresa ainda está dando os primeiros passos no caminho de atingir seu potencial de mercado: em 2016 foram inaugurados dois novos cemitérios em Anyang e Hebei e um terceiro foi adquirido em Luoyang. Em 2017, a empresa inaugurou e adquiriu diversas novas propriedades, e atualmente seus serviços estão espalhados por 17 cidades em 10 províncias.

² <https://youtu.be/MvdXcb0V900>



No geral, nós vemos, não somente uma indústria de altas margens, preparada para a profissionalização e consolidação, mas que também está fora dos radares da maioria dos investidores e analistas. O resultado é uma incrível oportunidade para Fu Shou Yuan.

Riscos

Então quais são os riscos dessa maravilhosa e surpreendente história de investimento? Como sempre, tem alguns, que acreditamos valer enfrentar.

a. Intervenções governamentais

Recentemente a empresa vem fazendo acordos com as províncias chinesas locais para operar e até mesmo construir e, em seguida, fornecer serviços para cemitérios. A empresa parece ter relações saudáveis com funcionários. Mas, como sempre, em uma ditadura comunista, devemos ter cuidado com possíveis mudanças de humor. Funerais e cremações são uma grande parte da cultura chinesa e uma necessidade básica de vida. Se o governo sentir que a empresa está ficando muito poderosa e se aproveitando demais do seu sucesso, ele pode intervir.

Por outro lado, em uma indústria tradicional altamente fragmentada, que ainda é amplamente controlada pelo estado, julgamos esse risco baixo. Pelo contrário, o governo pode preferir delegar com esses serviços a um fornecedor privado.

b. “Serviços *underground*”

Os chineses não serão os líderes deste século à toa. Se trata de uma população incrivelmente empreendedora. De acordo com algumas fontes, certos agentes funerários têm operado clandestinamente em propriedades de Fu Shou Yuan, principalmente em Chingqin, onde eles

estavam usando uma instalação governamental recém-construída perto do cemitério para fornecer funerais. Numa reviravolta notável, a empresa está tentando trazer essa operação para o seu lado e cooperar com as autoridades locais.

No longo prazo, acreditamos que o aumento da renda impulsionará a formalização e ajudará a consolidação do setor.

c. Maior competição?

Até agora, Fu Shou Yuan tem sido o novo entrante contra o grande operador histórico que é o setor estatal a nível local na China. A empresa está crescendo porque é capaz de oferecer um serviço melhor, mais rápido e mais barato do que o governo.

Nós acreditamos que a concorrência pode aumentar, mas o que pode mitigar esse risco é a própria natureza deste setor: assim como alguns serviços de internet, o mercado de provedores de serviços funerários é, em grande parte, um mercado onde o "vencedor-leva-tudo" pois muitas cidades possuem apenas um ou dois cemitérios e até mesmo grandes cidades como Xangai, com cerca de 20 milhões de pessoas são uma coleção de regiões diferentes, algumas delas com cemitérios que têm quase um monopólio em sua parte da cidade.

Além disso, é um negócio intensivo em capex que, como os fundos de private equity, tem uma curva J: grandes custos iniciais. Nós acreditamos que o setor funerário na China pode, em 20 anos, estar mais ou menos da seguinte forma: Fu Shou Yuan como um enorme consolidador privado, os governos locais ainda prestando serviços em muitas províncias menores e um conjunto de empresas privadas regionais competindo com Fu Shou Yuan, mas nenhum rivalizando em tamanho.

Barreiras de entrada

Um relatório de pesquisa recentemente divulgado pela equipe *Asia-Pacific* do JP Morgan observou que a empresa conseguiu elevar preços com sucesso e atribuiu isso ao cenário econômico. Nós discordamos.

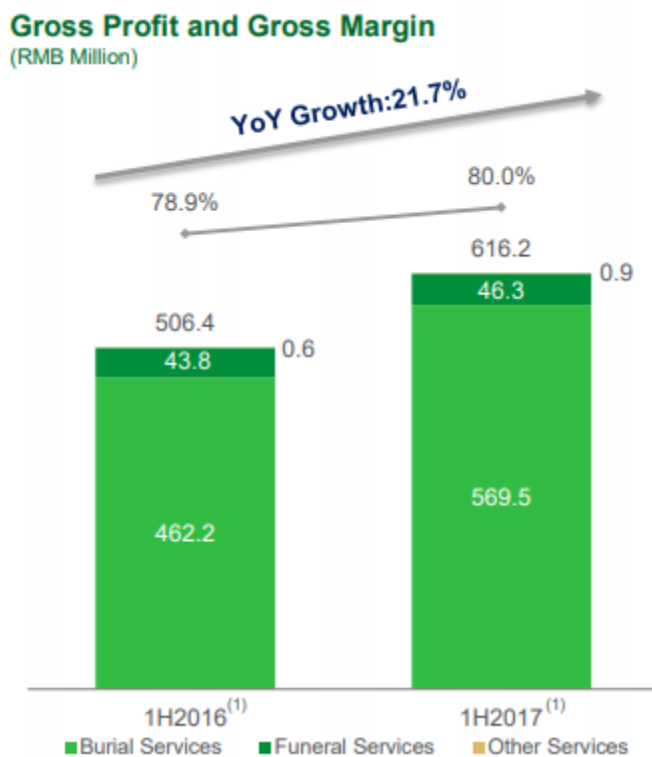
Acreditamos que os prestadores de serviços funerários operam de forma semelhante a um jornal impresso local ou uma ponte com pedágio: uma vez estabelecido e, se não houver concorrência direta, eles podem aumentar os preços mais rapidamente do que o aumento de renda, pois estamos falando de um serviço muito inelástico. Na tradição chinesa, membros da família tendem a ter como importante ritual a cremação de seus pais, e em muitas cidades a terra está ficando cada vez mais escassa e valiosa. No geral, discordamos da maioria dos analistas que consideram que esta é uma indústria com baixas barreiras para novos entrantes.



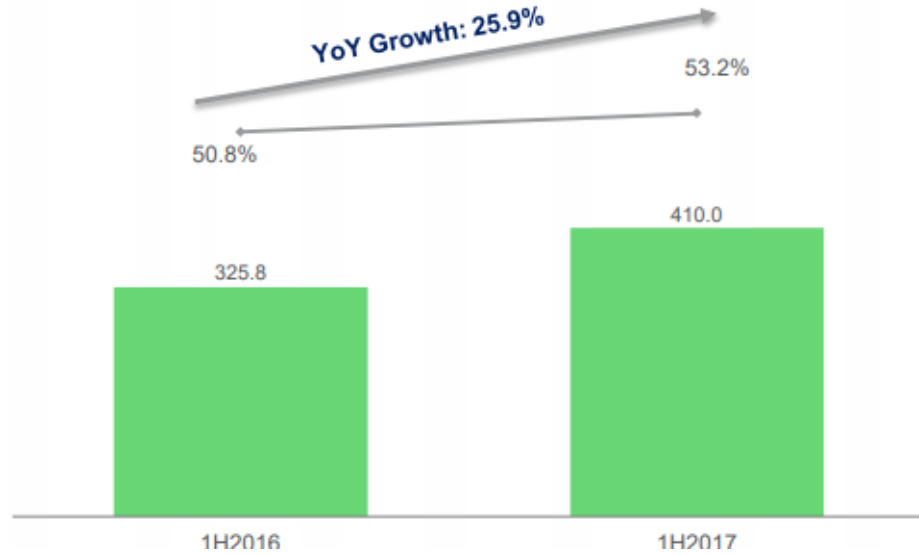
Finanças

Ao longo dos últimos meses, esta casa tem consistentemente passado uma quantidade considerável de tempo aprendendo sobre práticas funerárias, hábitos e a indústria de serviços funerários na Ásia. E ainda mais tempo escavando informações sobre Fu Shou Yuan. Sua história única, suas propriedades, sua gestão, documentos legais e, mais importante, suas finanças.

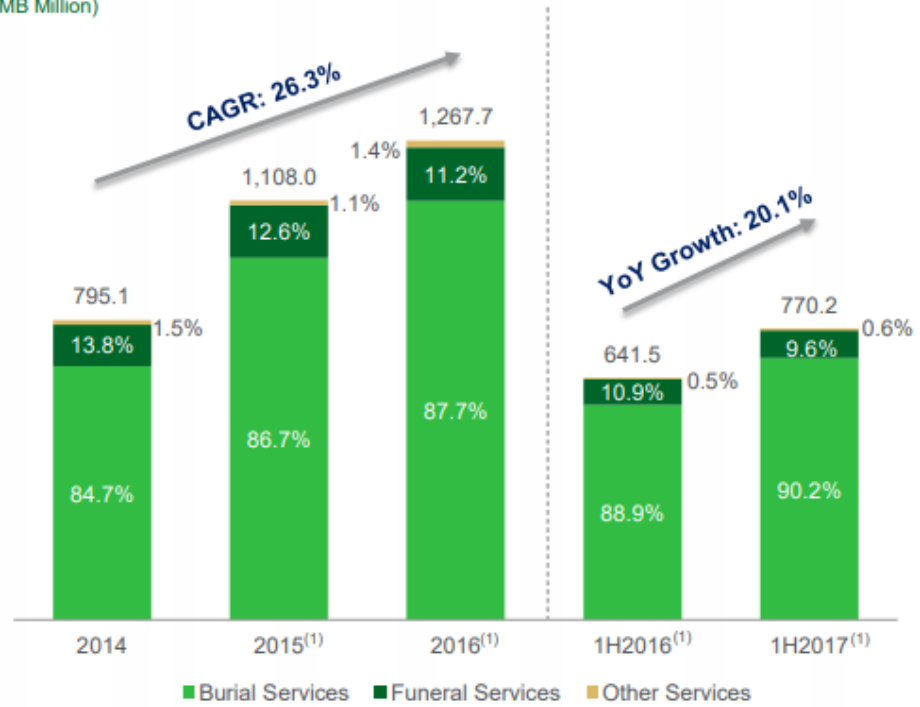
A primeira coisa que se destaca claramente e, em nossa mente, acaba com a tese de "baixas barreiras à entrada e alta concorrência", são suas margens. E isso foi atingido com um crescimento consistente ano a ano acima de 20%.



EBITDA and Margin⁽¹⁾ (RMB Million)



Revenue (RMB Million)



Isso não é tudo: a empresa está sub-alavancada, com caixa líquido positivo, que presumivelmente será usado em novas aquisições e expansão. Uma verdadeira *cash-cow*. E com o suficiente para pagar um dividendo razoável.

2014	271,2
2015	288,8
2016	429
2017 (últimos 12 meses até 30/Jun)	531,1

EV / EBITDA	15,39
Preço/Lucro	30,57
Fluxo de Caixa Livre	4,30%

Após tentar com diferentes métodos, nós chegamos a algumas previsões razoáveis para o futuro do negócio:

1. Achamos que o crescimento desacelerará para 15% ao ano no período 2018-2021 e permanecer assim em perpetuidade (uma premissa bastante conservadora).
2. que as margens permanecerão como estão.
3. Acreditamos que o Caixa líquido positive irá a zero com as novas aquisições e gastos com capex.
4. Julgamos razoável um retorno de fluxo de caixa livre de 4% que o mercado demandará em 2020 para a empresa, e descontamos esse total para o valor presente. Tal múltiplo está em linha, em nossa opinião, com o atual valor descontado

No geral, mesmo com esse cenário teríamos um *upside* de 25% a partir do preço atual da ação.

Mas há uma série de opcionalidades a considerar nesse caso.

- a. Aumento na quantidade de parcerias com governos locais que solidificariam a expansão nacional da empresa.
- b. Usar o Caixa líquido para comprar competidores menores e entrar em novos mercados.
- c. Maiores aumentos nas margens devido à crescente renda per capita chinesa, expansão do mercado e formalização do setor.
- d. Maiores ganhos de participação de mercado devido a provedores estatais ineficientes, continuando a atual tendência positiva.

Conclusão: morte como uma indústria em crescimento

Esta casa ocupa frequentemente uma das carteiras menos correlacionadas com praticamente qualquer outra empresa de investimento. Podemos ser muitas coisas, mas devido à nossa inclinação e características únicas, certamente não somos uma empresa "*close beta*".

Nesta busca permanente por ideias únicas e alfa diferenciado, encontramos essa interessante empresa. Após alguns meses de pesquisas preliminares e verificações em torno da virada do ano de 2018, começamos a comprar suas ações e Fu Shou Yuan é atualmente representante de cerca de 3% da carteira do nosso fundo Opportunities.

Ainda estamos aprendendo sobre as oportunidades de crescimento adiante, os riscos e equipe de gestão, mas já acreditamos estar diante de uma oportunidade de risco retorno numa empresa que se situa bem no centro da nossa zona de conforto: negligenciada (ou simplesmente evitada), com uma clara e direta avenida de crescimento e vendas a preços razoáveis.

FCL Team

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)