

FCL*Capital*

Novembro 2018

Fleury

1 – Introdução

Após um outubro conturbado, que foi o tema da nossa última carta mensal, um mês no qual praticamente todas os ativos de risco ao redor do planeta sofreram enorme pressão, novembro foi um mês de recuperação para nossos fundos.

As cotas do FCL Opportunities apreciaram 5,69% em Reais e 1,93% em Dólares, enquanto as do FCL Hedge apreciaram 2,04% em Reais.

Quanto à nossa estratégia, nós continuamos buscando oportunidades relacionadas à crescente classe média e sociedade do consumo na China e na Índia, e oportunidades de grande potencial de valor na Rússia.

Quanto ao nosso país natal, o Brasil, como não somos invariavelmente otimistas em relação ao seu desenvolvimento econômico de longo prazo (exceto por alguns setores específicos), nós tendemos a procurar empresas que se aproveitam das vantagens relativas do Brasil (como a Minerva) ou aquelas que tentam explorar e arbitrar as deficiências econômicas do país.

Como exemplo, a Estácio, uma das maiores instituições educacionais de um país onde uma parcela surpreendentemente pequena da população alcança o ensino superior, com certeza será o tema de uma das nossas futuras cartas.

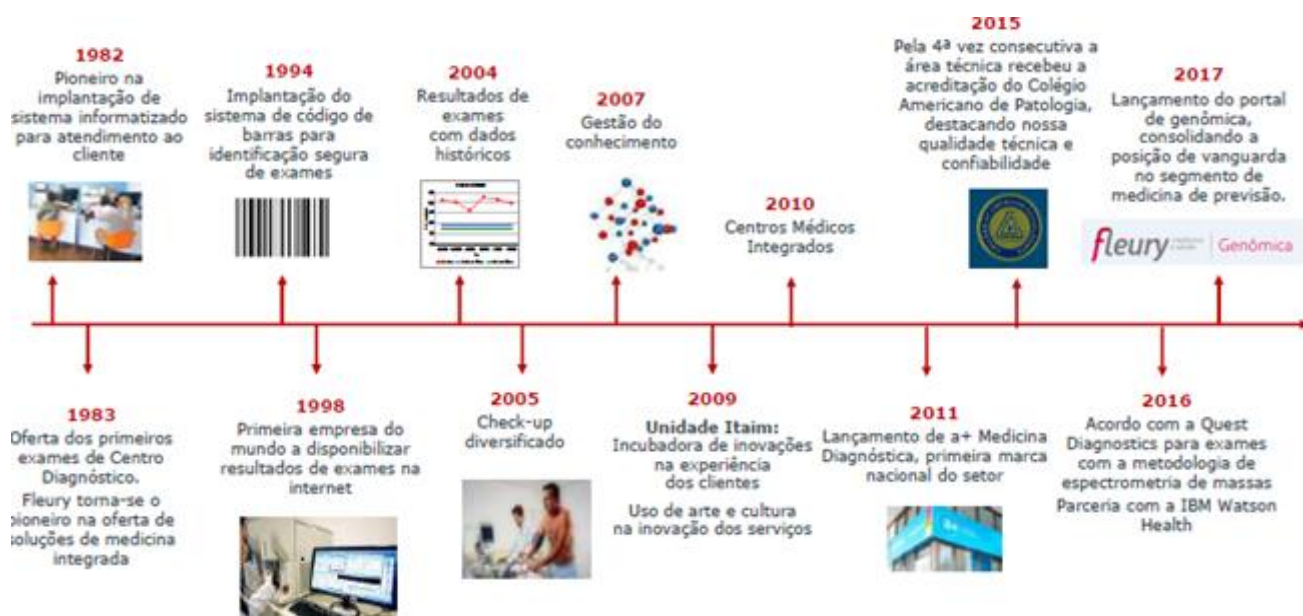
Mas neste mês decidimos focar em expor aos nossos investidores a nossa tese por trás de uma companhia que representa um importante investimento em ambos os nossos fundos: Fleury.

Esperamos que gostem e como sempre, sintam-se a vontade para nos escrever com perguntas e considerações sobre a nossa tese.

2 – O negócio

O Grupo Fleury foi fundado há mais de 90 anos em São Paulo, a capital econômica do Brasil, e é atualmente uma das líderes em diagnósticos médicos no país.

Com 168 centros de diagnósticos, incluindo 22 centros em hospitais, a Fleury tem mais de 9.000 empregados, incluído 2.000 médicos e já entregou mais de 63 milhões de testes médicos em cerca de 3.500 formatos diferentes.



Ao longo das décadas a Fleury se tornou plausivelmente a marca mais respeitada no ramo de diagnósticos médicos no Brasil, especialmente entre os segmentos de mais alta renda. A empresa iniciou um processo de consolidação na tradicionalmente fragmentada indústria de diagnósticos médicos no Brasil.



Entre os concorrentes da empresa, temos a Diagnósticos da América (DASA) e algumas empresas verticalmente integradas como a Intermédica.

Parte da nossa tese vem da percepção que essa casa tem de que a Fleury tem o melhor e mais sustentável modelo de negócios para aproveitar o crescimento do segmento.

A DASA fechou o capital recentemente e após o acionista majoritário ter falecido de forma trágica e repentina em 2017¹, a empresa está sendo administrada pelo seu filho. De acordo com nossas fontes e evidências do dia a dia, a empresa não anda tão bem: a imprensa brasileira² relatou que o jovem fundador decidiu deixar sua posição e deixar que executivos profissionais tomem a frente da empresa.

Já a Intermédica, que tem a distinção de ser uma empresa verticalmente integrada, diferente da Fleury, parte do motivo por preferirmos a última é exatamente a relativa leveza, velocidade e foco do seu modelo de negócios.

No caso da Fleury, para o paciente o sistema normalmente funciona da seguinte forma: existem planos de saúde privados, como Amil ou Unimed, onde os clientes pagam mensalidades ou anualidades em troca de melhores serviços, em comparação com o setor público.

Surgindo a necessidade de testes laboratoriais, o cliente fará uma consulta em uma das unidades de atendimento da Fleury (ou de um de seus laboratórios como o Felipe Mattoso no Rio) e a empresa será reembolsada pelo plano de saúde.

Modelo das Unidades de Atendimento



¹ Edson Bueno, fundador da DASA e da Amil, um importante homem de negócios do Brasil
² <https://www.istoedinheiro.com.br/pedro-bueno-deixa-o-cargo-de-ceo-do-laboratorio-dasa/>

No caso da Intermédica, a empresa administra ambos os centros de testes e os hospitais. Recentemente a empresa teve o seu IPO e obteve múltiplos mais altos do que os da Fleury, justamente por ter integração vertical. Então porque não gostamos deste modelo integrado?

A resposta está na perspectiva de crescimento de longo prazo do setor como veremos a diante. O Brasil é atualmente o terceiro maior mercado mundial de serviços de saúde e está prestes a passar por um aumento significativo de idade média da população. Enquanto há inegáveis vantagens no modelo pioneiro de integração da Intermédica, especialmente quanto à custos, nós também acreditamos que o modelo da Fleury gera especialização, marcas mais fortes (tanto em escala nacional quanto local), e acima de tudo, flexibilidade para buscar crescimento. Ao mesmo tempo não acreditamos que qualquer empresa conseguirá aproveitar as oportunidades de mercado num modelo integrado que necessita de altíssimos investimentos, num país de proporções continentais como o Brasil.

Somos céticos quanto a qualquer modelo de negócios integrado que tenta manter o mesmo ritmo de crescimento acelerado de seus concorrentes sem maiores aumentos de capital.

Enquanto isso a Fleury tem mais Liberdade para buscar o crescimento no seu setor específico da cadeia de valor: diagnósticos médicos. E está cada vez mais se tornando a empresa líder na indústria.

Date	Buyer	Acquired Company	Value Paid (R\$m)	Valuation	Specialty	Location
Sep-17	FLRY	Serdil	29.8	6x EV/EBITDA	Imaging Services	Rio Grande do Sul
Apr-12	PARD	CEMEDI	n.a.	n.a.	Imaging exams	Minas Gerais
Oct-12	PARD	Progenética	n.a.	n.a.	Genetics and personalized medicine know-how	Rio de Janeiro
Dec-12	PARD	Digimagem	n.a.	n.a.	Imaging exams	São Paulo
Dec-12	PARD	Biocod	n.a.	n.a.	National paternity test leader	Minas Gerais
Jul-13	PARD	Diagnóstika	n.a.	n.a.	Anatomic pathologic tests	São Paulo and Rio de Janeiro
Jul-13	PARD	Padrão	n.a.	n.a.	Clinical analysis	Goiás
Dec-16	PARD	Centro de Medicina Nuclear Guanabara	n.a.	n.a.	Genetics and imaging tests	Rio de Janeiro
Oct-17	PARD	Ecoar	15.4	n.a.	Imaging Services	Minas Gerais
Nov-17	PARD	Laboratório de Análises Clínicas Humberto Abrão Ltda.	37.0	n.a.	Clinical analysis	Minas Gerais
Nov-16	AALR	Multilab	9.0	5x EV/EBITDA	Clinical analysis	Mato Grosso do Sul
Mar-17	AALR	Multiscan	92.0	7x EV/EBITDA	Imaging Services	Espírito Santo
Oct-16	DASA	Laboratório de Análises Clínicas Gilson Cidrim Ltda	n.a.	n.a.	Clinical analysis	
Dec-16	DASA	Leme Laboratório de Endocrinologia e Metabologia da Bahia	n.a.	n.a.		Bahia
Jan-17	DASA	Salomao Zoppi	600.0	n.a.		São Paulo
May-17	DASA	Laboratório Médico Vital Brasil Ltda	n.a.	n.a.		
Jun-17	DASA	Laboratório Médico Santa Luzia S.S.	n.a.	n.a.		
Oct-17	DASA	MOB Laboratório de Análises Clínicas Ltda.	n.a.	n.a.	Clinical analysis	Santa Catarina

Source: Company reports and J.P. Morgan.

3 – A indústria

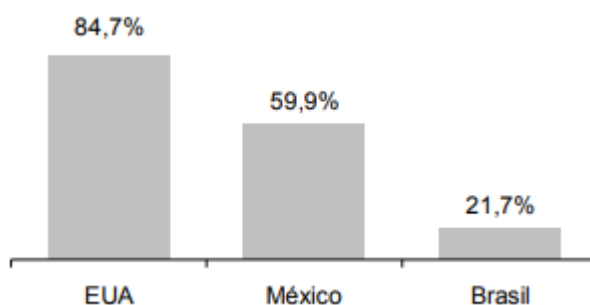
De acordo com o DATASUS (Base de dados do Ministério da Saúde Brasileiro) existem mais de 21 mil unidades de diagnósticos individuais no país. Os maiores agentes do Mercado são DASA, Fleury, Alliar e Hermes Pardini. A falta de empresas verticalmente integradas é mais uma evidência a favor da falta de entusiasmo com a ideia, que está casa apresenta.

Todos os participantes do setor estão passando por crescimento saudável devido a uma combinação de fatores:

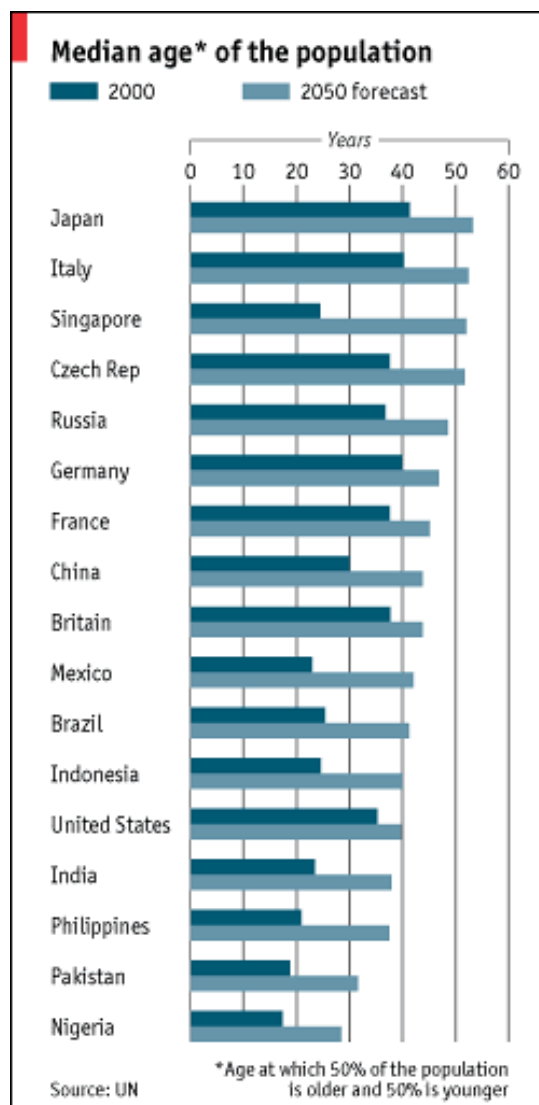
a. A falta de serviços adequados no setor público e o subsequente enorme ganho de mercado do setor privado.

b. Aumento da renda da classe média brasileira, aumento da demanda por planos privados, e acesso a centros de diagnósticos. Ainda há uma longa estrada pela frente já que o acesso a planos de saúde privados ainda está muito abaixo de países como EUA e México.

Percentage of population with private medical care



c. Aumento acelerado da idade mediana da população brasileira. De fato, provavelmente, ao contrário da percepção comum, o Brasil é uma das sociedades que envelhece mais rápido no planeta.



A junção de todos esses fatores significa que mesmo que a economia brasileira continue a apresentar fraco crescimento nas próximas décadas, com taxas entre 2% e 3% como nos últimos anos, esta casa se sente confortável apostando que o setor de saúde em geral e o setor de diagnóstico especificamente (uma vez que a medicina está cada vez mais guiada por exames e informações) irão obter ganhos significativos. Colocando em outras palavras, tudo indica que mesmo que o Brasil continue desapontando, o setor de saúde do país será um oásis de crescimento corporativo acelerado, capaz de obter taxas de crescimento que normalmente associamos a China e não a América Latina.

Não é uma surpresa que fusões e aquisições estão em alta no setor nos últimos anos, como deveriam estar, já que o setor ainda é muito fragmentado com diversos operadores regionais e locais.

Então, com um setor em crescimento acelerado, a melhor gestão da indústria, ótimos dados econômicos, um ambiente de negócio propício, o que poderíamos não gostar?

4 – Riscos & proteção contra downside

Como de costume, a equipe desta casa passou bastante tempo fazendo brainstorm e mapeando todos os piores cenários possíveis para a Fleury. Depois de muita pesquisa, aqui está o pior que pudemos pensar:

- O modelo especializado da Fleury pode se provar equivocado e empresas verticalmente integradas com a Hapvida podem ganhar mercado.

Enquanto essa tese tem alguns defensores, nós destacamos ao longo da nossa tese os motivos pelos quais discordamos dessa visão. Dito isto, enquanto escrevemos essa carta a Fleury anunciou a compra de uma pequena empresa de ambulatórios do Rio de Janeiro. A realidade apresenta algo muito menos binário: serão diferentes estratégias, com a Fleury mais especializada em diagnósticos e algumas empresas mais verticalmente integradas. Nós suspeitamos que diferentes modelos podem dar certo.

- A economia brasileira pode entrar em colapso.

Mesmo isso sendo algo muito negativo para a empresa, exceto por concessionárias de serviços públicos nós teríamos dificuldade em achar uma empresa mais defensiva do que a Fleury.

- Mudanças regulatórias

Como sabemos o Brasil é um mercado emergente, suscetível a mudanças repentinas regulatórias e legislativas. Enquanto isso poderia afetar a empresa, existem dois importantes pontos a serem levados em consideração:

- 1) O novo governo está tomando todas as corretas decisões e parece preparado para acelerar o ritmo de crescimento do país, respeitando contratos e leis, uma surpresa positiva em nossa opinião.
- 2) A Fleury opera numa parte menos sensível do setor de saúde do que digamos, planos de saúde ou mesmo farmácias. Mesmo uma mudança de governo provavelmente não trará mudanças para o quadro operacional dos operadores de diagnósticos, já que são uma parte subcontratada entre o paciente e os planos de saúde. Os conflitos tendem a aparecer mais entre os dois últimos do que nos operadores de laboratórios.

5 – Valuation

A Fleury com certeza é uma empresa premium. Enquanto a empresa esteve em nosso radar desde a fundação dessa casa devido a sua posição estratégica, indústria e potencial, ao longo dos últimos dois anos, com a queda de seus múltiplos, nós decidimos pela primeira vez entender o que é que faz essa empresa tão especial.



Fleury, desempenho em BRL, 2018 (Janeiro 1=100)

	Estimate:2019 A	Estimate:2018 A	Current/LTM	Original:2017 A	Original:2016 A
For the period ending	2019-12-31	2018-12-31	2018-9-30	2017-12-31	2016-12-31
Market Capitalization			6,506.37	9,318.25	5,601.15
- Cash & Equivalents			889.77	671.83	406.81
+ Preferred & Other			0.00	0.00	0.00
+ Total Debt			1,376.66	1,054.92	832.02
Enterprise Value			6,993.26	9,701.35	6,026.37
Revenue, Adj	2,957.50	2,663.20	2,591.75	2,383.01	2,096.11
Growth %, YoY	11.05	11.76	11.51	13.69	10.62
Gross Profit, Adj	997.33	892.28	789.55	736.08	601.05
Margin %	33.72	33.50	30.46	30.89	28.67
EBITDA, Adj	783.27	705.64	676.81	621.51	481.92
Margin %	26.48	26.50	26.11	26.08	22.99
Net Income, Adj	380.40	345.20	337.95	322.48	227.98
Margin %	12.86	12.96	13.04	13.53	10.88
EPS, Adj	1.22	1.10	1.04	0.99	0.73
Growth %, YoY	11.11	10.50	-0.11	36.36	99.21
Cash from Operations			601.09	529.61	513.87
Capital Expenditures	-240.29	-264.29	-284.51	-295.59	-183.98
Free Cash Flow	299.34	288.20	316.59	234.02	329.89

No geral, encontramos a Fleury sendo negociada a 18x a sua receita prevista para esse ano e por volta de 10x seu EV/Ebitda e mesmo passando por uma fase de consolidação e investimento, quase 5% de fluxo de caixa livre.

Mesmo não estando ridiculamente barata por padrões tradicionais, nós acreditamos que tais números são bastante justificáveis, pela raridade que é o caso dessa empresa: empresa com alto crescimento numa

economia de baixo crescimento, com riscos operacionais relativamente baixos (não tão dependente da situação da economia ou de preços de commodities, como é tão comum no Brasil) e com taxas de crescimento anual de dois dígitos pela frente.

Tais números são melhores do que os de empresas semelhantes em outros países (fizemos alguns testes e a Fleury, não só está mais barata mas também possui maiores taxas de crescimento) e com concorrentes nacionais como Hermes Pardini (com sua escala e histórico em mente, acreditamos que a Fleury deveria ter um premium, mas não tem. Especialmente já que é uma corporação e possui muito menos riscos “key man” num setor ainda tipicamente controlado por empresas familiares).

6 – Conclusão

Esta casa acredita que o Brasil irá eventualmente encontrar o caminho do crescimento novamente. Mas mesmo que isso não aconteça, a Fleury deverá continuar crescendo, como fez nos últimos três anos: durante a pior crise econômica do país, a empresa aumentou seu faturamento em 40%, seu lucro, mais de 100% e seu fluxo de caixa livre, mais de 25%.

Diversas empresas deveriam tirar proveito das tendências macro demográficas do Brasil: o país está se tornando mais rico e mais velho num ritmo acelerado.

Nós gostamos da posição da Fleury no setor com a vantagem de ser relativamente imune a crises econômicas e voluntarismo regulatório.

Nós começamos a comprar ações no início deste ano e agora a Fleury é uma posição importante para ambos os nossos fundos.

Como nas histórias bíblicas, nos mercados financeiros, há a época de plantar e a época de colher. Neste último ano tivemos fortes quedas nos nossos mercados alvo (ações relativas a mercados emergentes), portanto, naturalmente foi uma época de plantar. Nós esperamos que em 2019 e nos próximos anos, a Fleury e outras ideias em nosso portfólio começarão a dar os seus frutos para a colheita dos nossos investidores.

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)