

HAVAIANAS: *FLIP-FLOPPING THE COMPANY*

Há muitos casos de empresas que foram criadas em torno de uma marca, onde a gestão soube extrair o máximo de valor do produto original e reinvestir com inteligência e diligência em novos mercados ou em inovação. Pelo mundo afora há alguns exemplos desse histórico bem sucedido, sendo a Pepsico e a Coca-Cola Company alguns *cases* de empresas criadas ao redor de marcas emblemáticas¹.

No Brasil, há pouquíssimos casos de produtos de consumo icônicos que conseguiram criar uma força de marca que permitisse o crescimento em novas regiões, dentro e fora do país, e que gerasse valor suficiente para que se investisse em inovação. Um dos melhores exemplos é justamente a marca que será o foco desta carta, a **Havaianas**.

Como podem ter percebido, estamos fazendo a distinção entre o valor das marcas e o valor das empresas detentoras destas e, no caso da Havaianas, essa é uma diferença sensível e um dos pontos centrais das próximas páginas.

As diferenças entre Havaianas e a Alpargatas, sua controladora, vão muito além do nome. As sandálias Havaianas, com sua bem sucedida campanha de construção de marca e marketing ao longo das últimas décadas, atingiu o notório patamar de vender mais de um par de sandálias por habitante no Brasil por ano², líder no mercado mesmo com um posicionamento de preço acima da concorrência. A marca se estende além da sua terra natal, tendo presença relevante em outras regiões no mundo, sempre com enorme apelo.

Explicaremos o motivo de todo esse sucesso não se refletir no valor da Alpargatas, passando pelo seu histórico de governança corporativa, alinhamento de executivos e os reinvestimentos do capital gerado em outros negócios que impediram que o sucesso da Havaianas se transformasse em valor para os acionistas da Alpargatas. Tendo explicado o passado, mostraremos os motivos pelos quais o futuro tende a ser diferente, como o fato de que, desde 2017, a empresa possui novos controladores, pela primeira vez com visão de donos e alinhada com a nossa, e que está na trajetória de endereçar as ineficiências da empresa, tanto em termos de governança, quanto em alocação de capital e eficiência operacional. O futuro, para nós, é que finalmente o valor da Havaianas será refletido na Alpargatas, o que a torna um investimento muito promissor.

¹ Pepsico e The Coca Cola Company são bons exemplos de valor gerados em torno da marca original reinvestidos de forma diferente, uma via *M&A* e outra via reinvestimento na própria marca.

² Nos últimos cinco anos a Alpargatas comercializou, em média, 209 milhões de pares por ano no Brasil.

COMENTÁRIOS DO GESTOR

Estamos começando 2019 com um novo governo. Mais do que isso, na teoria um governo com um conceito de gestão bem diferente do que vivenciamos nos últimos mandatos presidenciais no Brasil. Diante dessa nova perspectiva, podemos julgar como natural a recente, e aguda, mudança de apetite dos investidores por ativos mais ligados à economia doméstica e, principalmente, por ativos que têm influência direta do governo em sua gestão.

Se no meio do ano mencionamos a então “moda” de ativos dolarizados, agora estamos falando de um panorama de mercado razoavelmente diferente. Em um país com as características do Brasil, as perspectivas macroeconômicas, e políticas, mudam com frequência e rapidez. Infelizmente, muitas vezes, o investidor final tem dificuldade de considerar tal dinâmica nos momentos mais árduos do mercado. Mais uma vez vivenciamos tal mudança e, muito provavelmente, em breve outras ocorrerão.

Sempre há algum impacto de gestão em cima do capital humano que rege o país onde atuam as empresas que investimos. Existem vários vetores positivos caso um governo mais liberal consiga implementar seu programa, mas provavelmente o que mais nos dá conforto é o fato de que o risco de cauda do país passou a ser bem menor. Naturalmente, isso tira parte do desconforto em alguns ativos mais dependentes (mesmo que apenas por efeito “descasamento”) de alguma variável macroeconomia - poderíamos citar a Azul como um exemplo de ativo que investimos e que tem essa característica. Adicionalmente, sob a mesma ótica do liberalismo, empresas mais dependentes do governo também têm o desconforto minimizado.

Feitas as considerações acima, investimentos em ativos com tais características, quando efetuados, permanecerão parte menos relevante da carteira. **A procura por cases mais microeconômicos continuará a ditar a espinha dorsal do fundo. Adicionalmente, conforme observamos empresas mais conhecidas sendo bem precificadas, a tendência é olharmos além dos caminhos mais “óbvios”, buscando ativos menos acompanhados.** Apesar de o cenário atual permitir mais conforto com o macro, continuaremos utilizando premissas conservadoras para encontrar retorno nos ativos que investimos.

Em termos de resultados corporativos, temos visto, na média, números em linha com o que esperávamos. **Anualizando os resultados reportados até o 3º trimestre, os ativos investidos cresceram lucro, somados os dividendos distribuídos (ou a serem distribuídos), a uma taxa próxima a 20% ao ano. Tanto os números quanto a dinâmica qualitativa têm respaldado nossas teses nos ativos que compõem a carteira dos fundos geridos pela Athena Capital, assim como o valor que enxergamos nos mesmos.**

DE UMA SANDÁLIA PARA UMA MARCA

Por mais que a marca Havaianas seja muito reconhecida no Brasil atualmente, a sua história é mais recente do que a história da própria Alpargatas, empresa que possui 105 anos de capital aberto na Bolsa de Valores de São Paulo e com foco inicial em calçados, chamados de Alpargatas, para a indústria cafeeira.

Nas primeiras décadas de vida, a empresa expandiu atuação não só no Brasil, como também na Argentina, tendo operações relevantes tanto no segmento têxtil, quanto no segmento de calçados. As décadas de 50 e 60 marcaram uma inflexão no caminho da empresa, com o início do desenvolvimento de tênis, galochas e, no seu ápice, com a criação da Havaianas em 1962.

A própria história da Havaianas, inspirada nas *Zori*, sandálias japonesas feitas de palha de arroz ou madeira, possui diversos *milestones* ao longo dos anos seguintes antes de se tornar o fenômeno de marketing que é hoje. O modelo inicial da Havaianas, o *Vespasiano*, tinha como foco a competição em preço e a classe menos favorecida financeiramente como público, algo bem diferente do que vemos atualmente.

Essa estratégia de *mass market* durou até os anos 90, quando a empresa começou a acelerar investimentos em marketing com campanhas publicitárias de enorme sucesso, resultando em um fortalecimento da marca, importante na época dada a fácil replicação do produto, e possibilitando atingir classes sociais diferentes das originais, segmentar produtos e, como consequência, subir preços.

O resultado disso tudo não precisa ser descrito aqui. Basta mencionar que a marca Havaianas está corriqueiramente nas mentes brasileiras e, mais frequentemente, nos seus pés.

Foto 1: Evolução da Havaianas, passando da *Zori*, inspiração da marca, pela *Vespasiano*, primeiro modelo, até chegar ao modelo com cristais Swarovski.



HAVAIANAS ≠ ALPARGATAS

"Dinheiro na mão é vendaval É vendaval!"
(Paulinho da Viola)

O sucesso da Havaianas fez com que as representatividades de todos os demais calçados, inclusive o que deu origem ao nome da empresa, ficassem no passado, tanto na receita quanto, principalmente, no resultado operacional. **Hoje, o segmento de Sandálias (majoritariamente Havaianas) representa cerca de 64% do faturamento da empresa e 97% do EBITDA³. Em suma, o case é a Havaianas.** Os demais negócios são os Calçados Esportivos (via Mizuno e Topper), Vestuário (via Osklen) e o segmento têxtil, herança do período pré-Havaianas da empresa.

Tabela 1: participação de cada segmento na Receita e EBITDA da Alpargatas

	% Receita	% EBITDA
Sandálias	63,7%	97,2%
Esportivos	24,4%	3,8%
Vestuário	6,3%	-1,0%
Têxtil	5,5%	0,0%

Fonte: Athena Capital, Documentos Públicos da Alpargatas Elaboração: Athena Capital

³ Para definição de EBITDA e outros indicadores financeiros, consultar nossa carta: ["Uma briga em perspectiva: Conjuntural x Estrutural"](#)

A tabela acima já nos mostra que os negócios ex-Sandálias geram, quando geram, pouco valor para a Alpargatas. Para entender como chegamos neste estágio, é importante entender também a história acionária e de governança da empresa.

Histórico de Controle e Governança

Nos últimos 20 anos a Alpargatas possuiu quatro controladores diferentes, um índice de troca altíssimo para qualquer negócio e muito longe do que, como investidores de longo prazo, consideramos aceitável para qualquer sustentabilidade de estratégia de negócio.

Apesar de tanta rotatividade no controle e conselho da companhia, o mesmo não ocorreu no alto escalão da diretoria da empresa, que possui o mesmo CEO há 15 anos, que vivenciou três controladores diferentes nesse posto e os quatro como funcionário da empresa.

Essa perenidade dos executivos, à primeira vista, é algo bem visto pelos investidores, mas pode ser danosa para a companhia caso não entendamos como é o alinhamento financeiro destes, qual é a cultura da instituição e quais são as novas competências demandadas pelo estágio atual da empresa, assim como o real controle exercido pelos acionistas majoritários. No fim, voltamos à famosa Governança Corporativa e ao alinhamento de interesses, sempre comentado nas nossas cartas e ponto importantíssimo na história recente da Alpargatas, ponto que achamos muito falho nesses últimos 20 anos.

Para não ficar no campo teórico, seguem alguns exemplos de acontecimentos que nos mostram como a cultura empresarial na Alpargatas sempre foi de baixa cobrança, tanto do controlador quanto dos executivos e, conseqüente, baixa consistência de resultados e maus exemplos de governança corporativa:

- I. **Remuneração não varia de acordo com resultado apresentado:** evidenciado pela baixa correlação entre a remuneração variável e o resultado operacional da empresa. O histórico até 2017, último ano sob as regras antigas, demonstra isso.

Tabela 2: Resultados da empresa e bônus dos executivos (em milhões de R\$)

	2013	2014	2015	2016	2017		Δ13-17	CAGR
EBITDA Ajustado	494	435	536	626	483	EBITDA Ajustado	-12	-0,5%
Lucro Líquido	310	274	272	362	362	Lucro Líquido	53	3,2%
Bônus Pago	5	5	8	10	8	Bônus Pago	2,6	8,4%
Bônus Previsto	5	6	8	10	10	Bônus Previsto	5	15,9%
Máximo Orçado	6	7	10	11	12	Máximo Orçado	6	14,0%
% Bônus Previsto	108,9%	83,3%	100,2%	96,1%	77,9%			
% Máximo Pago	85,5%	71,1%	81,4%	86,4%	66,4%			

Fonte: Athena Capital, Documentos Públicos da Alpargatas Elaboração: Athena Capital

- II. **Remuneração ineficaz em alinhar o executivo ao preço da ação:** dado que a remuneração em ações ou opções de ação representou uma parcela pequena da remuneração nos últimos cinco anos.

Tabela 3: Composição da remuneração da Diretoria (em milhares de R\$) da empresa nos últimos 5 anos

	2013	2014	2015	2016	2017
Diretoria	16.005	12.076	17.735	21.504	18.633
Fixo	6.516	7.115	7.591	8.359	8.908
Longo Prazo	4.132	-	1.848	3.369	-
Curto Prazo	5.358	4.961	8.295	9.776	9.725
Membros	4	4	4	4	4
R\$ Per Capta	4.001	3.019	4.630	5.376	4.658
% Longo Prazo	26%	0%	10%	16%	0%

Fonte: Athena Capital, Documentos Públicos da Alpargatas Elaboração: Athena Capital

- III. **Conselho ineficiente no papel de fiscalizador dos executivos:** já que as reuniões eram pouco frequentes, além da ausência de comitês, instrumento importante de monitoramento dos executivos.
- IV. **Baixa consistência de resultado e baixa cobrança dos executivos:** Ao longo dos últimos anos presenciamos um ambiente mais reativo do que proativo quanto aos resultados da empresa, evidenciando uma cultura mais conformista do que apreciamos. Dentre todos os exemplos, um dos que mais caracterizam o ponto é o *guidance* divulgado em 2007 com metas para 2012 vs o realizado.

Tabela 4: Metas da empresa para 2012 vs números realizados (em milhões de R\$)

	Metas 2012	Realizado 2012	%
Receita Líquida	5.000	3.007	-39,9%
EBITDA	1.075	414	-61,5%
Margem EBITDA	21,5%	13,8%	-7,7%
% Internacional	30,0%	28,1%	-1,9%

- i. Pertencer ao *second tier* de *players* globais
- ii. Faturamento de R\$5 Bilhões
- iii. Margem EBITDA: de 20% a 23%
- iv. Receita em moeda estrangeira: 30%

Fonte: Athena Capital, Documentos Públicos da Alpargatas Elaboração: Athena Capital

- V. **Negociação de ida a Novo Mercado com relação de troca onerosa para o minoritário:** A relação de troca proposta seria cerca de 15% favorável ao ordinarista, caso tivesse sido aprovada.

ALOCAÇÃO DE CAPITAL

Comumente chamamos de *cash cow*⁴, um modelo de negócio que consegue gerar lucros muito superiores ao custo de aquisição do mesmo, fazendo com que obtenha muito caixa para ser reinvestido. A Havaianas, após a bem-sucedida estratégia dos anos 90, entrou nesse grupo, se tornando um produto com baixo custo de produção, forte *brand equity*⁵ e excelente geração de caixa.

⁴ Jargão que caracteriza empresas com retornos estáveis e geração de caixa muito acima da necessidade de reinvestimento.

⁵ Termo que significa o valor que se atribui à alguma marca ou produto

No entanto, a associação de má governança corporativa com excesso de capital disponível nos leva ao eventual questionamento de como esse capital será reinvestido ao longo do tempo. Novamente, seguem alguns exemplos ocorridos na Alpargatas que resultaram em destruição de valor para os acionistas:

- I. **Segmento Têxtil:** O segmento sempre esteve na história da Alpargatas, mas perdendo relevância conforme a operação de calçados crescia no negócio. Essa história mudou com a entrada da Camargo Corrêa no controle da Alpargatas em 2002, resultando na utilização da Alpargatas como veículo para a compra da Santista Têxtil e, por fim, na fusão desta com a Tavex em 2006, onde a Alpargatas seguiu como minoritária no negócio, mas essencial para que a Camargo mantivesse controle da empresa. Desde a fusão com a Santista até a venda da operação para a Camargo Corrêa em 2015, a Tavex deu prejuízo todos os anos para a Alpargatas, acumulando R\$ 310 milhões de destruição de valor⁶ para minoritários, representando cerca de 8,3% do valor de mercado no momento do desinvestimento.

Tabela 5: Impacto dos prejuízos da Tavex no valor de mercado da Alpargatas (em milhões de R\$)

Acumulado 2006 a 2015		Impacto Tavex no valor de mercado	
Lucro Líquido	2.193	Valor de mercado ⁶	3.742
Prejuízo Tavex	-177	Prejuízo corrigido ⁶	-310
% Tavex	-8,1%	% Tavex	-8,3%

Fonte: Athena Capital, Documentos Públicos da Alpargatas Elaboração: Athena Capital

- II. **Investimento na Osklen:** Em 2013 a Alpargatas comprou uma participação minoritária de 30% na Osklen por R\$ 159 milhões, representando um múltiplo de 13x *EBITDA*, muito acima do que a Alpargatas negociava e dos múltiplos das empresas de varejo no período. Em 2014 a empresa assumiu o controle com a compra de mais 30% pelo mesmo valor pago inicialmente, precificando a empresa em algo próximo a R\$ 600 milhões, cerca de 1/5 do valor de mercado da Alpargatas à época. A Osklen se provou uma aquisição muito mais desafiadora, tanto na perspectiva estratégica, já que o *fit* com o negócio da Alpargatas era mínimo, quanto na perspectiva financeira, com diversos ajustes de estoques, passivos não mapeados no processo de *due diligence*, além da dificuldade de crescimento. Tudo se reflete no dinheiro perdido no investimento até hoje, como mostramos abaixo.

Tabela 6: Impacto da aquisição e prejuízos da Osklen no valor de mercado da Alpargatas (em milhões de R\$)

Acumulado 2013 a 2018	
Compra dos 60%	-318
Prejuízo	-38
Total	-356
Total corrigido	-618
Market Cap Alpargatas	8.078
% Market Cap	-7,7%

Fonte: Athena Capital, Documentos Públicos da Alpargatas Elaboração: Athena Capital

Geração de caixa sem alinhamento é um perigo para qualquer empresa e os pontos comentados até o momento demonstram que isso se provou verdade na Alpargatas até 2017. Como o alinhamento dos

⁶ Valor corrigido pelo custo de oportunidade no período e Valor de mercado na época da venda da operação em 2015.

executivos é uma das derivadas de uma boa governança corporativa, qualquer melhora poderá fazer com que a geração de caixa deixe de ser um perigo para se tornar uma importante vantagem.

SANDÁLIA NA CABEÇA E PÉ NO CHÃO

*"We cannot solve our problems with the same thinking we used when we created them."*⁷

-Albert Einstein

Um novo acionista

Como comentamos anteriormente, a Alpargatas trocou de mãos três vezes nos últimos vinte anos, sendo que duas dessas ocorreram nos últimos três anos, com a saída da Camargo Corrêa e entrada do grupo J&F em 2015 e a compra do controle pelo consórcio BW/Cambuhy e Itaúsa⁸ em 2017, estes controladores até hoje e, na nossa opinião, ainda por muito tempo.

A BW e Itaúsa, representando as famílias Moreira Salles e Villela e Setúbal, possuem longa experiência em administração de empresas e com grande sucesso na sua maioria. Seria necessária outra carta para detalhar tudo que a Itaúsa agregou de cultura no Itaú durante décadas e nos últimos anos na Duratex. Além de ser um controlador que tem muito a agregar neste tópico, gostaríamos de destacar que em 2015 ocorreu uma mudança importante com a ida do Alfredo Setúbal para presidência da *holding* e, posteriormente, o fortalecimento da equipe de investimentos, trazendo nomes com histórico comprovado no *Private Equity* do Gávea e Brookfield.

A Cambuhy, por mais que tenha participação da família Moreira Salles, é uma empresa independente de investimentos de longo prazo e que não usa a cartilha convencional do mundo de *Private Equity*, onde é comum ter foco em melhora operacional de curto prazo e com desinvestimento no horizonte. A gestora, juntamente com os demais controladores, possui uma abordagem de criação de cultura de performance de longo prazo, sendo liderada por Marcelo Medeiros e o Pedro Moreira Salles, ambos executivos com longa experiência em aquisição e administração de empresas e no conselho da Alpargatas. Dos demais executivos, podemos citar Marcelo Barbará e Pedro Bodin, todos fundadores da Cambuhy e com longo histórico em instituições financeiras, entre eles Banco Garantia, DLJ e Banco Icatu.

A própria Cambuhy não possui um longo histórico de investimentos, mas seus executivos, sim, tendo participado da bem-sucedida criação da Arcos Dorados, que gerou uma multiplicação do capital investido de 6x no período de 5 anos, pelos nossos cálculos, fora a longa experiência do Pedro Moreira Salles na administração de empresas e como presidente de conselho. Como instituição, a Cambuhy teve dois grandes movimentos até então: Eneva, ainda em maturação, e Hering, onde a empresa não tinha o controle, razão pela qual não consideramos proxy para o que podemos ver em Alpargatas, bem mais representativa no portfólio da gestora.

⁷ Nós não podemos resolver nossos problemas com o mesmo pensamento que usamos quando os criamos, em tradução livre.

⁸ Vide acordo de acionistas:

<https://ri.alpargatas.com.br/Download.aspx?Arquivo=3eNcwRoFg9eX2R8U4+eWDQ==&IdCanal=Gin8DjJidksukJCs0tlwSA==>

Um novo acionista, mas o primeiro dono

A chegada dos novos acionistas foi um marco de como enxergamos a Alpargatas, tanto como empresa, quanto como investimento. Como o leitor pode ter percebido, a Alpargatas, na nossa leitura, falhou em diversos quesitos de governança corporativa, tudo isso envolto por uma falta de cultura de cobrança. Resumindo, mesmo tendo quatro controladores nas últimas décadas, os atuais acionistas são os primeiros com mentalidade de dono para o negócio e nos trazem confiança de que certas medidas necessárias estão sendo feitas.

No momento em que escrevemos esta carta, o consórcio completa cerca de um ano e poucos meses no controle da Alpargatas, já tomando algumas iniciativas que consideramos relevantes, tais como:

- I. **Criação de um Conselho ativo e forte:** Além dos executivos que representam seus controladores, o conselho hoje é composto por Roberto Funari (voltaremos a ele na sequência) e Luiz Edmond, executivo com história na AmBev/ABI e com larga experiência em desenvolvimento de pessoas e como essas evoluem dentro da organização, onde acreditamos ser um dos pontos mais carentes da Alpargatas atualmente. Além de terem *expertises* essenciais para o negócio, o conselho tem sido mais ativo, tendo se reunido dezessete vezes em um ano e dois meses, desde a troca de controle.
- II. **Criação de Comitês:** com a formação do Comitê de Finanças, de Estratégia e de Gente, além de tornar o Comitê de Auditoria um órgão interno do Conselho de Administração, reforçando assim a governança da empresa e maior fiscalização dos executivos.
- III. **Revisão das métricas para bonificação de curto prazo e um novo plano de incentivos de longo prazo:** Desde que assumiram a empresa, os acionistas incentivaram a criação de um Demonstrativo de Resultado por divisão de negócio, gerando uma cultura financeira para todas as decisões, além de alinhar as decisões dos executivos com métricas de retorno. Além disso, também criaram um novo plano de incentivos que julgamos muito mais satisfatório do que o último, o que nos deixa confiantes de que o desalinhamento dos executivos ficou no passado.
- IV. **Plano de sucessão do CEO e fomento de novos talentos:** Como forma de implementar um novo *modus operandi* na empresa, o conselho iniciou o processo de sucessão do atual CEO, que será finalizado em janeiro de 2019, iniciando uma nova fase na gestão da empresa com a entrada de Roberto Funari, executivo que foi Vice-Presidente para América Latina e Ásia da Reckitt Benckiser, empresa admirada no universo de consumo. Seu histórico com larga experiência em empresas de consumo e de mercados internacionais nos dá segurança de que seja inteiramente capaz de assumir os novos desafios da empresa, fora que já participa ativamente das discussões no Conselho desde o início do ano, o que torna a transição mais veloz. Além deste movimento, a empresa iniciou um programa de trainee, o que não era comum, ainda mais para uma empresa que é muito admirada pelos jovens.

Ouvimos frequentemente que os atuais controladores não teriam pressa em implementar algumas iniciativas importantes na empresa. O fato do capital social da Cambuhy ser majoritariamente de executivos não pertencentes à família Moreira Salles, exposto acima, somado ao fato do valor de mercado ser um dos componentes da remuneração destes executivos, faz com que a visão de que não há urgência na implementação de medidas seja refutada e também nos dá conforto de que decisões focadas no curto prazo, e ruins para a empresa, não sejam incentivadas.

Vale destacar que a gestão de uma empresa é muito mais complexa do que nós, analistas, acreditamos ser, o que faz com que as mudanças nem sempre venham na velocidade que imaginamos inicialmente. Na nossa leitura, a velocidade das implementações realizadas ao longo do período da BW/Cambuhy e Itaúsa como controladoras é condizente com o risco do negócio e em linha com o tempo necessário para que se façam avaliações diligentes.

Tendo feito as mudanças na governança da empresa, pilar importante para qualquer negócio, os atuais controladores estão prontos para acelerar as mudanças operacionais tão importantes para o negócio e acreditamos que a velocidade destas irá acelerar razoavelmente nos próximos meses, sendo o desinvestimento da Argentina, comentando abaixo, o primeiro passo.

HAVAIANAS > ALPARGATAS

Quando menos é mais

Acreditamos que os novos controladores trazem uma dinâmica de governança totalmente diferente ao negócio, privilegiando retorno sobre o capital investido, uma estrutura de executivos robusta com seu devido alinhamento e uma cultura de cobrança na empresa. Todos esses fatores estão trazendo maior urgência na discussão de cada negócio dentro da Alpargatas e acreditamos que determinados ativos podem ser desinvestidos caso não ocorra melhora substancial das margens. Destacamos alguns:

- I. **Argentina:** Em Novembro/2018, a Alpargatas finalizou a venda de 21,8% da Operação da Topper na Argentina (que representa cerca de 75% do faturamento e quase a totalidade do *EBITDA* da região), por R\$ 100 milhões. As negociações, que iniciaram em 2015, também englobam uma estrutura de opções que faz com que o restante seja alienado até 2021 a um múltiplo de 6x *EBITDA*. Essa estrutura permite que a empresa faça os ajustes necessários na operação, ajustes estes já iniciados, para melhorar a sua rentabilidade e capturar um valor adicional na venda da parcela remanescente. **Nas nossas estimativas, o valor a ser recebido pela operação pode atingir 4% do valor de mercado atual da empresa, sendo que é comum vermos ser atribuído valor negativo a operação.**

Para nós, a divisão já está vendida e, independentemente do valor a ser recebido pelo % restante, será *accretive* para o minoritário, por mais que isso ainda não esteja evidente no balanço da empresa, o que também achamos importante ajustar.

- II. **Osklen:** Como explicado anteriormente, a Osklen, além de ter sido um péssimo investimento até o momento, não possui sinergias claras com a operação principal da empresa, o que nos leva a questionar se não seria uma distração para os executivos. O que nos dá conforto para a operação atual é que, dada a mentalidade dos novos controladores, a situação atual não será perpetuável. Ou seja, esperamos uma melhora sensível da operação, migrando para rentabilidade similar a players comparáveis, onde margens de dígito duplo são o cenário comum, ou um desinvestimento da operação por parte da Alpargatas.

Com a Argentina já avançada na discussão de desinvestimento, ficando apenas o valor final em aberto, e com a situação da Osklen, na nossa opinião, não sendo referência para a Alpargatas, achamos justo ajustar tanto o balanço quanto o Lucro da empresa para termos a visibilidade do valor

ex esses ativos. **Nosso exercício mostra uma melhora do Lucro Líquido em 12,2% e adiciona 6,8 pontos percentuais ao ROIC da empresa.**

Tabela 7: Resultado da Alpargatas ajustada pela operação de Osklen e Argentina (em milhões de R\$)

	Alpargatas	Argentina	Osklen	Alpargatas Ajustada	Diferença
Receita Líquida	3.722	665	228	2.829	
<i>EBITDA</i>	486	14	-5	478	
margem <i>EBITDA</i>	13,1%	2,1%	-2,3%	16,9%	3,8%
Lucro Líquido	351	3	-29	394	12,2%
<i>ROA</i>	12,6%	2,9%	-1,3%	16,0%	3,4%
<i>ROE</i>	15,5%	1,7%	-25,1%	20,1%	4,6%
<i>ROIC</i>	13,7%	1,2%	-43,3%	20,5%	6,8%

Fonte: Athena Capital, Documentos Públicos da Alpargatas Elaboração: Athena Capital

III. **Mizuno:** A Operação da Mizuno está sob comando da Alpargatas há anos, tendo desenvolvido a marca localmente e se tornado um player relevante no mercado de calçados esportivos ao longo desse período. No entanto, a relação não é vantajosa para a Alpargatas hoje, mesmo após terem tomado iniciativa de redução de despesas e migração da fabricação dos produtos para o Brasil, reduzindo a exposição cambial. No entanto, a operação ainda é dependente da capacidade criativa da marca e limitada em escopo de atuação, tudo em troca de uma margem baixa, ainda mais para um mercado que achamos altamente competitivo e com baixa, para não dizer nenhuma, sinergia com a operação principal da empresa.







Apesar do ativo não estar gerando valor suficiente hoje para nos satisfazer, ainda vemos a Mizuno como uma opção de valor que, com uma gestão eficiente, poderá vir a se tornar um bom contribuidor de *EBITDA*. A alternativa de desinvestimento também é uma opção caso o resultado atual se mantenha.

Levando Havaianas para o mundo

A Alpargatas sempre possuiu aspiração de se tornar um *player* relevante global no mercado de chinelos e se dedica a essa expansão há mais de uma década, tendo vários níveis de sucesso. A Havaianas hoje possui uma presença mais consolidada no continente europeu, mas sempre foi mais carente em gestão nos negócios em outras regiões, ficando muito dependentes de distribuidores locais e sem ter ciência do varejo e consumidores locais.

Isso mudou recentemente, com a empresa segmentando as regiões de maior potencial, criando bases locais e estruturando equipe de gestão para que houvesse maior foco na operação. Além do movimento da estrutura organizacional, que acreditamos que irá minimizar a volatilidade da operação e abrir novos canais de crescimento, a empresa fez um mapeamento dos mercados mais promissores, da força de marca e da melhor forma de atuar em cada um. Vale frisar que essa segmentação, como a estrutura organizacional, é novidade na história da Alpargatas para essas regiões.

Tabela 8: Reconhecimento da marca Havaianas por país

	Top of mind	Unaided	Primeira escolha	Última compra	Atende às necessidades	Afinidade	Dinâmica	Única
 Austrália	55% 2ª marca: 5%	68% 2ª marca: 23%	46% 2ª marca: 6%	44% 2ª marca: 6%	42% 2ª marca: 18%	43% 2ª marca: 15%	45% 2ª marca: 17%	23% 2ª marca: 7%
 Filipinas	43% 2ª marca: 9%	85% 2ª marca: 45%	46% 2ª marca: 7%	57% 2ª marca: 11%	48% 2ª marca: 20%	59% 2ª marca: 22%	55% 2ª marca: 27%	49% 2ª marca: 21%
 Reino Unido	19% 2ª marca: 8%	27% 2ª marca: 22%	27% 2ª marca: 21%	20% 2ª marca: 20%	32% 2ª marca: 31%	32% 2ª marca: 34%	33% 2ª marca: 33%	21% 2ª marca: 19%
 Portugal	66% 2ª marca: 6%	82% 2ª marca: 27%	58% 2ª marca: 19%	47% 2ª marca: 9%	60% 2ª marca: 31%	63% 2ª marca: 32%	72% 2ª marca: 33%	45% 2ª marca: 16%
 Itália	42% 2ª marca: 13%	57% 2ª marca: 27%	43% 2ª marca: 19%	34% 2ª marca: 19%	48% 2ª marca: 26%	43% 2ª marca: 33%	55% 2ª marca: 36%	39% 2ª marca: 18%
 França	27% 2ª marca: 4%	38% 2ª marca: 11%	35% 2ª marca: 15%	27% 2ª marca: 23%	37% 2ª marca: 22%	37% 2ª marca: 28%	31% 2ª marca: 14%	40% 2ª marca: 22%

Fonte: Apresentação APIMEC 2018 Alpargatas

Estabelecer qual pode ser o tamanho do potencial de volumes internacionais da Havaianas é difícil, mas temos alguns exemplos no mundo, entre eles a Crocs e seu rápido crescimento pelo mundo⁹, a Grendene, que é a líder de exportação de sandálias com a Ipanema, marca com menor *brand equity* que a Havaianas. Destacamos algumas regiões que podem se tornar relevantes para a Alpargatas, tais como:

- I. **Argentina:** A operação já chegou a comercializar 2,6 milhões de pares em 2015, valor bem acima do atual. Desde 2015 a empresa entrou em negociações com distribuidor local e a economia piorou, ambos impactando volumes exportados. Além disso, a região não era gerenciada por um escritório local, o que está sendo rediscutido pela empresa. Não sabemos para onde irá a economia local, mas com a renegociação com distribuidor no passado e um foco maior da empresa, vemos motivos para melhora em volumes.
- II. **Colômbia:** País com cultura similar ao Brasil, mas onde a Havaianas nunca teve presença estruturada, ao contrário da Ipanema, que é líder de mercado no país. Um escritório na região já foi aberto pela Alpargatas, indicando mudança de postura.
- III. **Estados Unidos:** Alpargatas possui operação proprietária há anos no país, mas com base em Nova Iorque e com operação inconstante. Recentemente a empresa alocou o executivo responsável pela bem-sucedida operação europeia para a operação norte-americana, além de realocar a base para a Califórnia, região com clima e cultura mais similares à proposta de valor da marca. O último ano foi de ajuste dessa operação, impactando volumes.
- IV. **Índia:** A Alpargatas noticiou recentemente a criação de uma *Joint-Venture* com um relevante parceiro local e enxerga o começo das operações já no horizonte. O mercado indiano é de 3,1 bilhões de pares

⁹ Crocs foi criada em 2004 e, em 2007, já possuía uma Receita Internacional de cerca de US\$ 400 milhões e uma atuação em mais de 100 países.

de calçados ao ano e o líder de mercado (que tem a Havaianas como *benchmark* para a categoria de *flip-flop*) possui apenas 5% de *market share*¹⁰.

- V. **China:** O mercado chinês também está no radar da companhia e, como para todo produto consumido pelos chineses, o potencial é muito alto, mas o entendimento do consumidor e da complexa forma de interagir com os mesmos deve fazer com que a velocidade seja menor que nos demais mercados.

Em nossos estudos ficou claro o impacto da Argentina e Estados Unidos no volume comercializado pela empresa nos últimos anos e, junto com Angola, país que passou por um período econômico conturbado, responderam pelo grosso da queda do volume. Como comentamos, tanto Argentina, quanto Estados Unidos, são países com potencial de ter volumes superiores aos históricos.

Importante frisar também que a Colômbia é um país com alto potencial, onde já beirou a casa dos milhões de pares para a Alpargatas e que representou zero do volume exportado em 2017. China e Índia, países que, somados, possuem cerca de 2,5 bilhões de pessoas, também representam praticamente zero para a operação hoje e são *upside* para a operação atual.

Tabela 9: Variação do volume de exportação por região (em milhares de pares)

Volume	2015	2017	Δ	%
Europa	10.713	10.511	-202	-1,9%
Estados Unidos	2.810	2.098	-712	-25,3%
Exportação	20.269	17.051	-3.218	-15,9%
TOTAL	33.792	29.661	-4.131	-12,2%

Volume Exportação	2015	2017	Δ	%
Argentina	2.641	637	-2.004	-75,9%
Angola	3.610	1.166	-2.444	-67,7%
Colômbia	234	0	-234	-100,0%
Índia	157	281	124	79,0%
China	157	446	289	184,1%
TOTAL	6.799	2.530	-4.269	-62,8%

Fonte: Athena Capital, SECEX Elaboração: Athena Capital

Considerando apenas um *catch-up* de volumes exportados entre a Havaianas e a Grendene, que comercializa 42.5 milhões de pares/ano, valores conservadores pelo exposto acima, e que acreditamos ser conservador para Havaianas, representaria um **CAGR de 16,4% no Volume Internacional, com potencial para ser bem mais que isso.**

Tabela 10: Impacto do crescimento de volume internacional no volume total (em milhares de pares)

	Média 3 anos	2018.E	2021.E	CAGR
Volume Internacional	31.031	26.963	42.500	16,4%
Volume Brasil	205.322	209.243	215.583	1,0%
Volume Total	236.353	236.205	258.083	3,0%

Fonte: Athena Capital, Documentos Públicos da Alpargatas Elaboração: Athena Capital

¹⁰ Considerando todas as suas divisões de calçados, a Relaxo comercializou 157 milhões de pares, representando 5% de *share*.

Tabela 11: Impacto do crescimento de volume internacional no volume total, sob premissas distintas

		Volume Potencial Internacional (em milhares de pares)				
		30.000	45.000	60.000	75.000	100.000
CAGR Volume Brasil	-1,0%	-0,5%	1,6%	3,7%	5,6%	8,7%
	0,0%	0,4%	2,5%	4,5%	6,4%	9,4%
	1,0%	1,3%	3,3%	5,3%	7,2%	10,1%
	2,0%	2,2%	4,2%	6,1%	7,9%	10,9%
	3,0%	3,1%	5,0%	6,9%	8,7%	11,6%

Fonte: Athena Capital, Elaboração: Athena Capital

Havaianas pode ser mais

Por fim, o próprio negócio da Havaianas pode apresentar melhor rentabilidade e volume de operação. Citamos algumas iniciativas que estão sendo discutidas internamente e ineficiências que identificamos na operação atual:

- I. **Ser o foco:** Por mais simples que seja, ter a Havaianas como foco principal e que isso esteja na cultura da empresa e dos empregados, deveria trazer mais oportunidades para a marca. Ter essa identidade é importante e, inclusive, defendemos a mudança do nome da companhia.
- II. **Austeridade:** Esse item se comunica diretamente com a forma como a empresa é estruturada e os executivos, remunerados. Historicamente o G&A da Alpargatas foi substancialmente acima de outras empresas de calçados e, mais diretamente da Grendene, sua principal concorrente local. Estimamos que há muito o que se fazer com a implementação do Orçamento Base Zero e racionalidade em determinadas despesas corporativas.

Tabela 12: Impacto na margem EBITDA caso a empresa alcance a mesma eficiência que a Grendene

	2015	2017	Grendene
G&A (% Receita)	-6,9%	-5,5%	-4,5%
Δ margem EBITDA			1,0%

Fonte: Athena Capital, Documentos Públicos da Grendene e Alpargatas Elaboração: Athena Capital

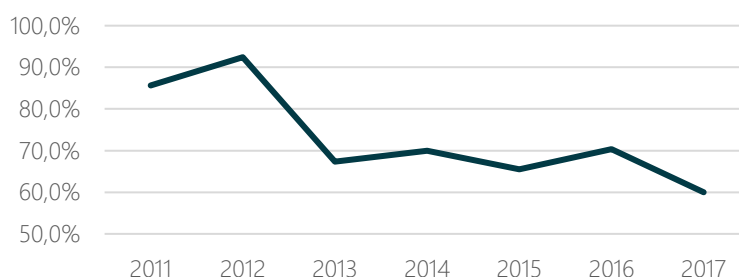
- III. **Go-to-Market¹¹:** O mercado evoluiu e a Alpargatas seguiu mantendo padrões de distribuição do passado, ficando dependente de poucos indivíduos que detêm o relacionamento comercial e distribuidores que não fidelizam o cliente, não geram ciência analítica para a Alpargatas e criam distorções em volumes e preços ao consumidor final. **Essa otimização da estratégia de canais é um dos pilares da estratégia da Havaianas para os próximos anos e vemos a iniciativa como fundamental para que a Alpargatas possa mudar a forma como se relaciona com o cliente, além de servi-lo de uma forma mais ideal maximizando volumes e as margens para a empresa**, o que não consideramos nas nossas projeções. Há outras empresas que fizeram tais movimentos e capturaram, cada uma com sua característica e benefícios, os valores gerados por uma estratégia mais

¹¹ Go-to-market é a estratégia utilizada pela organização, usando recursos internos (forças de vendas) e externos (distribuidores), para levar o seu produto ao consumidor final.

eficiente de *Go-to-Market*, sendo a mais emblemática a própria AmBev, com sua distribuição proprietária.

- IV. **Eficiência Produtiva:** A expansão da capacidade com a entrada da fábrica em Montes Claros em 2012 e a queda de volumes comercializados desde então fez com que a capacidade ociosa aumentasse e penalizasse as margens da empresa. Além disso, o *ramp-up* da fábrica durou mais do que o imaginado e fez com que o custo variável fosse maior do que em outras fábricas, menos modernas que esta. Olhando para frente, vemos margem crescente tanto em função do aumento da utilização da fábrica, quanto pela melhoria da eficiência da mesma, que já tem ocorrido. O volume potencial apresentado acima, de 258 milhões de pares, já seria suficiente para **melhorar a margem em quase 100 bps**.

Gráfico 1: Utilização da capacidade produtiva

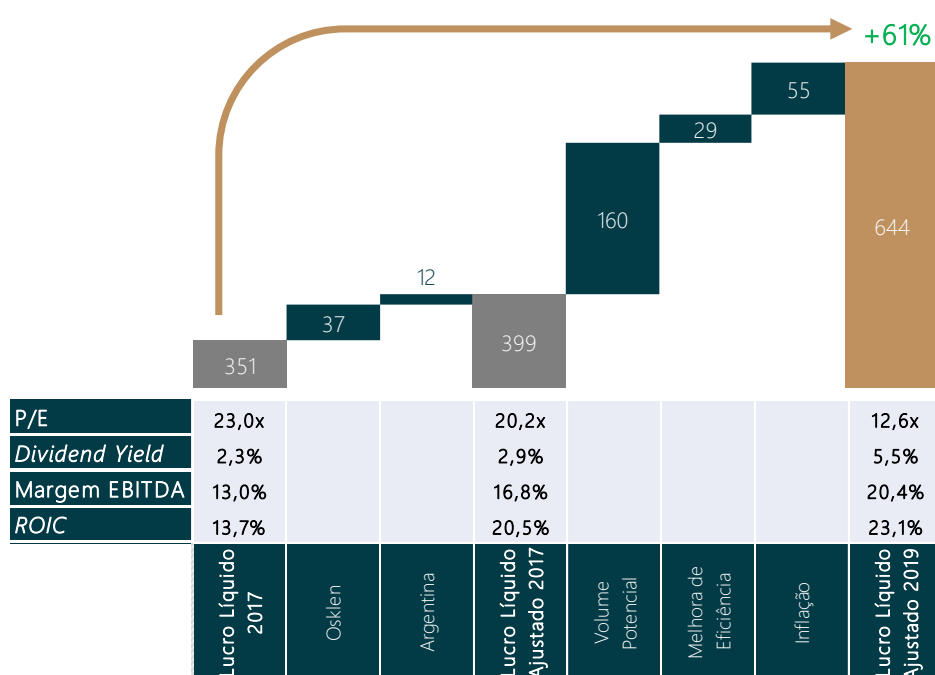


Fonte: Athena Capital, Documentos Públicos da Alpargatas Elaboração: Athena Capital

Olhando Havaianas com os olhos certos

Como repararam até o momento, há muito o que fazer na Alpargatas, sendo o ponto central o foco na Havaianas e a sua melhora de eficiência. Dito isso, não concordamos nem achamos justo realizar alguns ajustes na forma de ver o ativo para se ter ciência do real potencial do negócio. **Não vemos o mercado ajustando pelos pontos citados, o que faz com que o múltiplo resultante leve a visões errôneas.**

Gráfico 2: Potenciais impactos no Lucro Líquido (em milhões de R\$) das iniciativas em andamento



Fonte: Athena Capital, Documentos Públicos da Alpargatas Elaboração: Athena Capital

Ajustando os números de 2019 pelo o que defendemos que deveria ser o correto, a Alpargatas estaria tradando em *P/E* 12 meses para frente de 12,6x, múltiplo baixo para uma empresa com capacidade de entregar retorno na faixa de 23% ao ano, *dividend yield* de 5,5% ao ano e uma possibilidade real de crescimento substancial no mercado internacional, o que a torna uma das empresas mais atrativos no ambiente de consumo no Brasil.

Para terem referência, as empresas de consumo no mundo (Coca, Pepsico, Adidas, Nike) negociam historicamente ao redor de 20x *P/E* 12 meses para frente, com empresas de qualidade, como a Renner, atingindo patamares de 25x em momentos positivos de resultados, o que torna o retorno no investimento da Alpargatas extremamente significativo.

CONCLUSÕES

São raros os casos onde se possui a união de uma empresa com grande capacidade de crescimento de volume, de melhora de eficiência de margem, melhora de alocação de capital e retorno, bom fluxo de dividendo, além de opcionalidades para a empresa, tanto no seu operacional, quanto como uma possível migração para o Novo Mercado, o que aumentaria substancialmente o universo de investores interessados, além da liquidez do ativo. Este último consideramos como opcionalidade, dado que, com o controlador atual, não nos é mais primordial que haja essa mudança.

A Alpargatas é um dos poucos casos em que conseguimos ter todos esses elementos em uma mesma empresa, o que torna o investimento não só muito atrativo na perspectiva financeira, como desafiador e enriquecedor na perspectiva de análise. Naturalmente, a história não está isenta de riscos, tanto de curto prazo, quanto de longo prazo, o que nos faz ter constante diligência para acompanhar a evolução dos pontos que acreditamos ser chave para o *case*.