

POTENCIAIS E EXPECTATIVAS

Entre um potencial e sua realização existem milhares de situações possíveis. A jornada é longa, com percalços, quedas e superações. Cada trajetória é única e nunca sabemos bem qual o percurso que fará. Expectativas são criadas e mudam a cada novo evento ao longo do caminho.

Quando Neymar Jr. começou a se destacar, ainda abaixo dos 18 anos, todos reconheciam o seu potencial. Ali, havia talento de sobra para se tornar o jogador de uma era, quebrar recordes e inspirar uma geração. Ao longo dos anos, apostas foram feitas nessa direção, por marcas, técnicos e times.

Então, parecia extremamente provável, quase inevitável, que ele atingisse a posição de melhor jogador do mundo. Neymar melhorava a cada ano e era cada vez mais seguro pagar o preço, o qual embutia a expectativa que a sua carreira e imagem iriam seguir: um caminho continuamente ascendente, até tornar-se o melhor do mundo.

Quando o Paris Saint Germain comprou Neymar, ele já era muito conhecido e vinha de anos positivos no Barcelona. Os valores chamaram atenção, mas poderiam facilmente valer a pena, se o atleta continuasse melhorando o seu desempenho no campo e a sua imagem. Afinal, ao longo dos últimos anos, isso de fato vinha acontecendo. Mas, de forma geral, a compra dele pelo Paris Saint Germain não é vista como um grande acerto.

Ao avaliarmos Neymar em comparação a praticamente qualquer outro jogador, ele é um sucesso estrondoso. Mas, se avaliarmos ele em relação às expectativas e aos valores pagos pelo Paris Saint Germain, a conclusão é bem diferente.

Poucos questionam quanto a Neymar estar entre os melhores jogadores do mundo, mas o sucesso de um investimento não é medido de forma absoluta e sim, em relação ao preço pago e as expectativas contidas nele.

Assim, como um bom momento eleva as expectativas, que podem ser exageradas até mesmo para um dos melhores jogadores do mundo, também temos exemplos de como um momento ruim leva às pessoas a serem muito céticas quanto ao futuro.

A maioria dos brasileiros têm registrado em sua memória a cena marcante da patela do Ronaldo Fenômeno saltando de seu joelho. Até mesmo os adversários ficaram chocados com o que viram, sentindo o sofrimento e desespero do craque, que claramente chorava por razões além da dor física. Inclusive, aquela era mais uma lesão na vida de um jogador perseguido por tantas delas e todos, possivelmente até mesmo o próprio Ronaldo, questionavam se aquele não seria o fim de sua carreira.

Ronaldo teve menos de 20 jogos pelo seu clube na época, o Inter de Milão, entre o dia que ocorreu a sua lesão e a convocação da Copa do Mundo de 2002, de forma que a sua participação era uma dúvida. A lesão foi tema de programas esportivos, com participações de médicos e especialistas, que comentavam sobre a improbabilidade de uma recuperação e volta do jogador ao campo a ritmo digno de Mundial em tão pouco tempo. Porém, Luiz Felipe Scolari decidiu tomar o risco, enfrentando as críticas pela escolha.

Desafiando as probabilidades, Ronaldo foi o maior goleador daquela copa, tendo uma performance histórica.

Se a lição do Paris Saint Germain nos ensina quanto a termos que tomar cuidado ao pagar adiantado por uma trajetória que só melhora, a de Ronaldo demonstra como recuperações podem ocorrer de forma surpreendente.

Caso o passe de atletas fosse negociado diariamente, seria interessante ver o tipo de volatilidade pela qual passariam em meio a essas transformações. Provavelmente, veríamos bolhas e depressões semelhantes às que observamos no mercado financeiro, quando uma empresa tem um momento excepcionalmente bom ou ruim.

Um momento bom pode ser um vislumbre do que está por vir, ou o que leva à arrogância e à perda de foco. Um momento ruim pode ser o final efetivo, ou o ponto de virada. Não sabemos olhando muito de perto, é necessário alargar horizontes e observar.

As empresas também passam por transformações, decepções e superações e, com essas mudanças, a forma como são avaliadas também pode variar radicalmente. Abundam exemplos de quem parecia imbatível, mas 10 anos depois sumiu. Também não faltam exemplos de viradas e reinvenções empresariais. A Apple, hoje uma das maiores empresas do mundo, já teve sua época de ser vista como um fracasso.

Assim como nos exemplos esportivos, o normal é que a maioria das opiniões fique inclinada a apostar na continuidade do histórico mais recente, da mesma forma que o melhor jogador de um ano, normalmente, lidera as apostas sobre qual será o do seguinte (e, dificilmente, apostam em um que tenha passado essa temporada fazendo fisioterapia). No geral, as maiores divergências entre a expectativa e a realidade são gestadas ao se prever a continuidade de um momento específico, especialmente, quando ele é atípico.

A Hapvida, a Alpargatas e a Natura são algumas das empresas que ilustram essa situação. A transformação nas opiniões e o *valuation* de tais organizações vai além das mudanças de juro e perspectivas econômicas dos últimos anos. Seja por erros próprios, desafios setoriais ou cenário econômico, tiveram mudanças radicais em seus resultados, recentemente.

E, com essa piora o mercado se mostra cada vez menos confiante em correções de rota ou retorno às situações de destaque. Se antes havia uma disposição por “pagar adiantado” por iniciativas futuras dessas empresas, hoje, há ceticismo com elas. Se anteriormente um trimestre ruim era visto como um percalço, atualmente, é visto como a confirmação de que a recuperação não virá.

Há menos de 2 anos atrás, investir nessas empresas envolvia pagar um grande prêmio em relação às demais, tamanha a confiança em seu potencial. Atualmente, podemos investir nelas com uma assimetria muito diferente.

Claro que a situação demanda cuidado, nem toda empresa que passa por dificuldades ressurgirá mais forte. Mas, a depender da precificação não é necessário esperar uma transformação para se obter um bom retorno, frequentemente, basta que elas ensaiem uma pequena correção para o mercado voltar a reconhecer o potencial de antes. Por isso, a assimetria favorável.

The best thing that happens to us is when a great company gets into temporary trouble...

We want to buy them when they're on the operating table.¹

- Warren Buffet

Nessa carta, iremos exemplificar através da Alpargatas, como avaliamos os cases em tais situações, bem como os cuidados adicionais que são tomados. O estudo fica ainda mais interessante por já termos abordado a empresa em uma carta anterior. Também, porque o otimismo ao redor da empresa não nasceu das modas/narrativas que se destacaram na sequência da pandemia, as quais abordamos em cartas passadas².

ALPARGATAS

Há 4 anos, escrevemos sobre a Alpargatas, com ênfase na marca Havaianas, na qual detalhamos o potencial da empresa em vista da mudança de controle, capital humano e alinhamento. Nossa tese se baseava em desinvestimentos, aumento da eficiência operacional e uma nova estrutura de controle, como mencionado em nossa Carta 09: [Havaianas, Flip-flopping the company](#).

Conforme essa tese foi maturando, a forma do mercado de olhar a empresa foi mudando, com seu *valuation* passando a refletir a aceleração no crescimento orgânico e a geração de valor em aquisições, algo que não tínhamos conforto na época, nos levando a zerar o investimento gradualmente. A empresa, em especial a marca

¹ Tradução em português: “A melhor coisa que nos acontece é quando uma grande empresa enfrenta problemas temporários... Queremos comprá-las quando estão na mesa de operação”.

² [Admirável Mundo Novo](#) e [Entre Fatos e Narrativas](#)

Havaianas, de fato tem potencial de uma maior internacionalização, o problema é o quanto o *valuation* deixava de margem de erro. As expectativas estavam se tornando altas, com pouca assimetria.

A contínua elevação das expectativas quanto aos resultados de uma empresa é um fator muito importante para que, eventualmente, ela entregue abaixo do esperado. Assim como o movimento inverso também é verdadeiro.

No final de 2022, a situação era muito diferente. Os erros apareceram e o ceticismo do mercado cresceu, com razão! Agora, em um *valuation* muito diferente de quando desinvestimos, começamos a nos expor novamente à empresa, que ainda é uma posição pequena no portfólio.

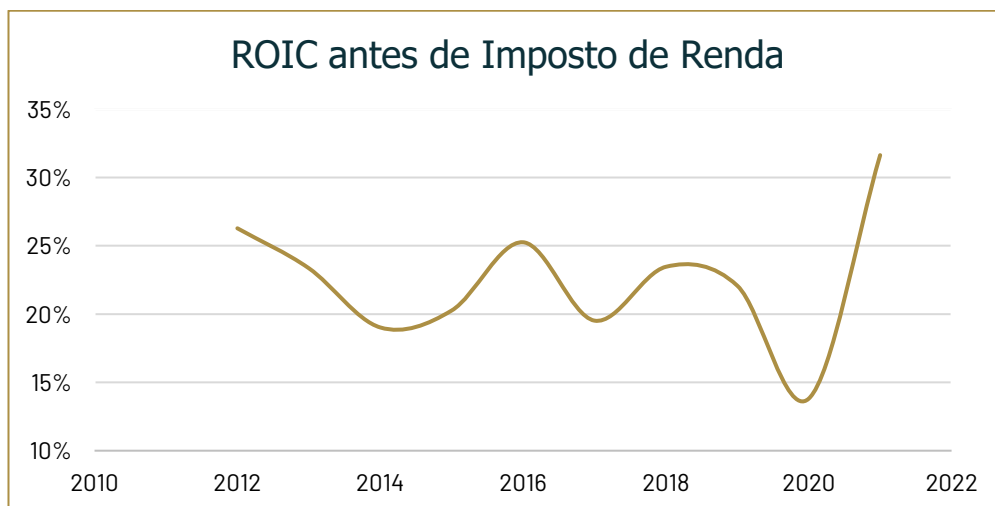
Achamos oportuno fazer uma atualização sobre o que ocorreu com a companhia desde a última carta, evidenciando a maturação de nossa tese inicial, o momento posterior de investimentos robustos, (M&A) e trocas de capital humano, chegando até a situação atual da empresa.

2018-2021: Correções levam a maiores expectativas e ambições

Nos primeiros anos após assumir, a nova gestão realizou os desinvestimentos³ dos ativos que considerávamos não fazer sentido econômico ou estratégico, e passou a focar na marca Havaianas. Isso elevou a margem da empresa substancialmente, levando a uma reprecificação em seu *valuation*.

Os anos de 2020-2021 foram positivos para a marca tanto em volume como em rentabilidade. **Com isso, em 2021 foi possível observar um ROIC acima de 25%, corroborando a tese de que as outras operações deprimiam a rentabilidade do business.** Entretanto, hoje é mais fácil afirmar que ao longo da pandemia, a marca foi favorecida por ter um *market share* maior no canal alimentar (70-80%), mascarando os resultados iniciais de novas categorias no Brasil.

Imagem 1: Evolução ROIC Alpargatas.



Fonte: Alpargatas. Elaboração: Athena Capital

Em outras palavras, o fator conjuntural imposto pela pandemia, que tanto abordamos em nossas cartas do período, ajudaram a empresa a mostrar números não sustentáveis.

A partir disto, o novo management detalhava suas ambições de crescimento internacional (ainda que se considerasse apenas as *Big Bets*,⁴ já seria relevante) e o aumento do portfólio de produtos para além das

³ Os principais sendo a venda da Osklen, Topper, da operação da Mizuno no Brasil e da operação têxtil na Argentina

⁴ Europa, EUA e China eram as grandes apostas do movimento de internacionalização.

tradicionais *flip-flops*⁵. Apesar de não ter sido um *guidance* oficial, nas apresentações era possível notar uma referência a 10% de participação, no que chama de *Big Bets*, o que representaria anos de crescimento de 2 dígitos.

Assim, a empresa que tinha pouco espaço para crescer, no mercado brasileiro, ganhou algumas características de *case* de *high growth*, o perfil mais popular na época. Inclusive, a utilização e a popularização do termo *TAM*⁶ ganhou muita força desde a pandemia, pois ajudava a mostrar o potencial de crescimento de longo prazo adiante. A ampliação do *TAM* era um evento positivo e incomum, naquele contexto, que se levantasse o risco de perda de foco, de risco de execução e outros desafios.

Imagem 2: Apresentações 2020/2021⁷, incluindo internacional e *beyond the core*.



Fonte: Alpargatas, 2020-2021.

O mercado também parecia, de certa forma, embutir no preço das ações uma bem-sucedida estratégia de alocação de capital, na companhia de outras marcas com grande potencial dentro da sua estrutura. Acreditava-se que a nova gestão era capaz de agregar valor em aquisições (apesar do mercado global estar com os preços inflados dos ativos) e executar sinergias interessantes, maximizando a estrutura e potencialidades da sua marca original (Havaianas).

2021-2023: Erros em série levam à descrença na empresa.

Se no capítulo anterior cada resultado e iniciativa da empresa reforçava uma visão positiva e levava a maiores expectativas, na fase mais recente da companhia aconteceu o oposto. Abaixo, listamos os principais eventos que foram mudando as expectativas que o mercado possui sobre a empresa.

a) Alocação de Capital

O histórico dos atuais controladores, especialmente após os desinvestimentos, era um vetor de conforto para uma boa disciplina de alocação de capital. Por isso, a aquisição da Rothy's a um múltiplo de 5,7x EV/Sales foi uma grande surpresa. Apesar de ter duas características que estavam no auge: a pegada sustentável e ser nativa digital, o valuation da aquisição tornava bem desafiador a geração de valor, além do fato de que, pela Alpargatas ter apenas uma participação minoritária, a busca por sinergias se torna mais difícil.

O movimento trouxe preocupações e especulações sobre o quão afastados os controladores estavam do dia a dia

⁵ Calçado caracterizado por sua sola plana e fina, geralmente feita de borracha ou plástico, e uma tira em forma de "V" que passa entre o dedão do pé e o segundo dedo.

⁶ Total Addressable Market ou Mercado Total Endereçável: se refere à receita potencial que a sua empresa pode ter com a venda de um produto ou fornecimento de um serviço para determinado público ou região.

⁷ Apresentações completas: [2020](#) e [2021](#)

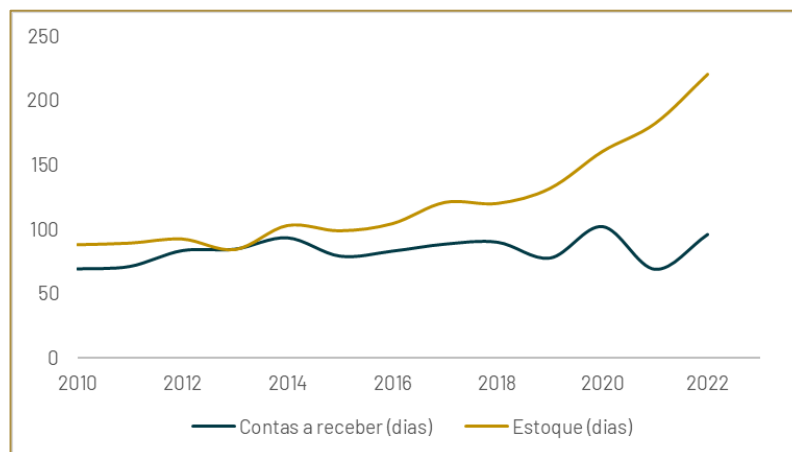
e/ou se estavam optando por delegar mais para a diretoria, talvez pela confiança ao ver um momentâneo período positivo de resultados de 2020 a 2021.

Além disso, vale destacar que nos últimos anos a empresa investiu mais de R\$ 1 bilhão para suportar o crescimento futuro. Parte deste investimento tinha como premissa o sucesso na expansão de categorias/produtos da marca, que não se concretizou. Pode-se afirmar que, possivelmente, este *capex* não atingirá o retorno adequado.

b) Má execução do *Sales & Operational Planning* da companhia

A quantidade de *SKUs*⁸ aumentou de forma significativa, tornando ainda mais desafiador os controles e coordenação da ponta de vendas com a área produtiva. Em conversas com franqueados e distribuidores, é possível notar que existia demanda para produtos que a empresa não disponibilizou (ruptura) enquanto a demanda de outros produtos (como os *slides*) foi superestimada. Também temos o *feedback* de que a demanda da Europa para a temporada de verão, no Hemisfério Norte, não está condizente com o estoque disponível na região. Os itens de menor aceitação comercial foram sendo acumulados, o que aumenta a probabilidade de parte do estoque virar *write-off*,⁹ gerando um impacto que estimamos em centenas de milhões de reais.

Imagem 3: Evolução do capital de giro Alpargatas.



Fonte: Alpargatas. Elaboração: Athena Capital

Não obstante o erro estratégico, há também o impacto secundário em resultados, ainda que seja um efeito mais de curto prazo. O estoque mais alto (principalmente, de produtos sem demanda) traz um efeito colateral negativo para a margem bruta, pela maior necessidade de armazenagem. E, com o giro mais demorado, o impacto positivo da redução do preço da borracha vai demorar mais para aparecer na margem.

Apesar de ser um problema de solução complexa, sem prazo para ser resolvido, a redução de *SKUs* facilita o planejamento.

c) Descasamento *sell in*¹⁰ e *sell out*¹¹ - Uma perspectiva histórica

No Brasil, apesar dos problemas operacionais, parte relevante da decepção ocorreu pelos descasamentos de *sell in* e *sell out*. Uma queda relevante no volume não só afeta a receita como também gera uma desalavancagem

⁸ Unidade de Manutenção de Estoque, são códigos utilizados para cadastro único de cada produto do seu estoque

⁹ Baixa contábil de um determinado ativo da empresa.

¹⁰ Venda entre fabricante e os canais de distribuição, revendedores.

¹¹ Comercialização aos clientes finais.

operacional considerável. Na tabela abaixo, é possível exemplificar o ocorrido e mostrar que apenas uma normalização do estoque e *sell out* constante já são suficientes para a retomada do crescimento de *sell in*.

Imagem 4: Efeito “rebote” após descasamento de *sell in* e *sell out*.

	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3		
				Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3
Sell out	100	98	98	98	100	100
Vs ano anterior		-2%	0%	0%	2%	2%
Estoque	25	29	22	22	22	25
Meses de estoque	3,0	3,6	2,7	2,7	2,6	3,0
Sell in	100	102	91	98	100	103
Vs ano anterior		2%	-11%	8%	10%	13%

Fonte e elaboração: Athena Capital

Esse mesmo efeito já aconteceu em outros momentos da história da companhia e vale considerar que os quais ocorreram quedas relevantes no *sell in* por descasamento, tenderam a gerar um crescimento robusto no período seguinte, na fase de normalização. Ao analisar o histórico da marca Havaianas, podemos perceber que o fraco volume no ano de 2017, em que também ocorreu o descasamento, foi seguido por um crescimento expressivo em 2018, o mesmo ocorreu em 2015/16.

Imagem 5: Oscilação do volume de vendas da marca Havaianas no Brasil (*Sell in*).

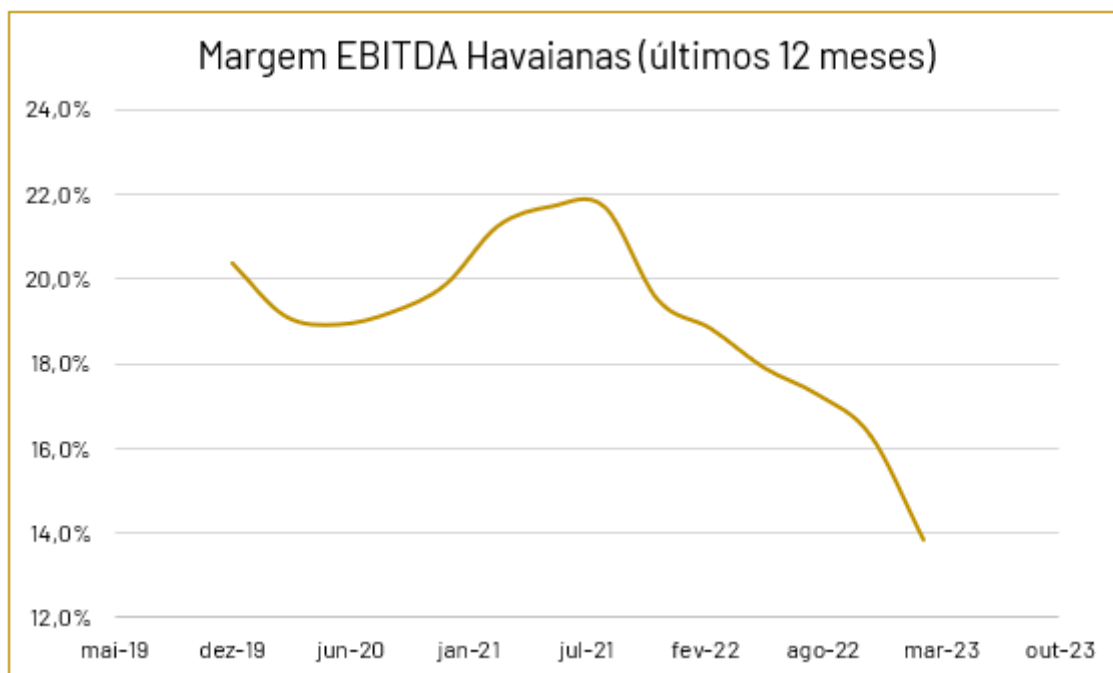
	1T	2T	3T	4T
2011	4,1%	6,8%	1,9%	-2,1%
2012	11,1%	10,8%	-0,2%	10,6%
2013	-4,9%	0,4%	-6,7%	10,8%
2014	-0,2%	-7,3%	15,3%	5,9%
2015	-4,4%	-15,6%	1,2%	-9,9%
2016	9,3%	26,3%	0,9%	21,5%
2017	-32,1%	-28,8%	-6,0%	-8,2%
2018	33,2%	21,5%	-0,8%	12,9%
2019	3,9%	5,9%	4,6%	-2,2%
2020	-12,8%	-26,6%	13,1%	6,8%
2021	16,1%	54,9%	1,1%	-3,9%
2022	-4,1%	-1,9%	-5,7%	-12,3%
2023	-13,2%			

Fonte: Alpgatas. Elaboração: Athena Capital

d) Aumento de estrutura

O otimismo em relação ao crescimento, fez com que a empresa aumentasse o tamanho de colaboradores e contratasse diversas consultorias. Tudo isso somado, fez com que o *SG&A*¹² Havaianas de 2019 até 2022 crescesse 10,7% ao ano. Vale destacar que até então, a empresa opta por ter uma estrutura própria nos EUA, que dá prejuízo pela pouca receita da região. No gráfico abaixo, podemos observar o quanto oscilou as margens por todos os efeitos já comentados.

Imagem 6: Margem Havaianas.



Fonte: Alpargatas. Elaboração: Athena Capital

TESE ATUAL

Nos preços atuais não precisamos imaginar grandes revoluções para obter um bom retorno nesse *case*. Especialmente, no caso dos problemas ligados ao mercado local, a maior parte deles dependem, exclusivamente, da própria empresa para serem resolvidos. O fato de os principais vetores de valor serem “da porta para dentro” da companhia, é uma característica que gostamos. Abaixo, listamos o que enxergamos como soluções para os principais problemas atuais:

a) Simplificação do portfólio e redução dos SKUs

A companhia reconhece os erros cometidos por complicação na sua estrutura operacional ao incrementar o número de *SKUs* e pretende fazer uma otimização e simplificação do seu portfólio. A atual tese de investimento guarda semelhanças com a reestruturação feita pela Crocs, nos anos de 2014 a 2017, que resultou na redução de 50% do número de *SKUs*, na otimização de despesas operacionais e reinvestimento em marketing, entre outras medidas, como as detalhadas a seguir.

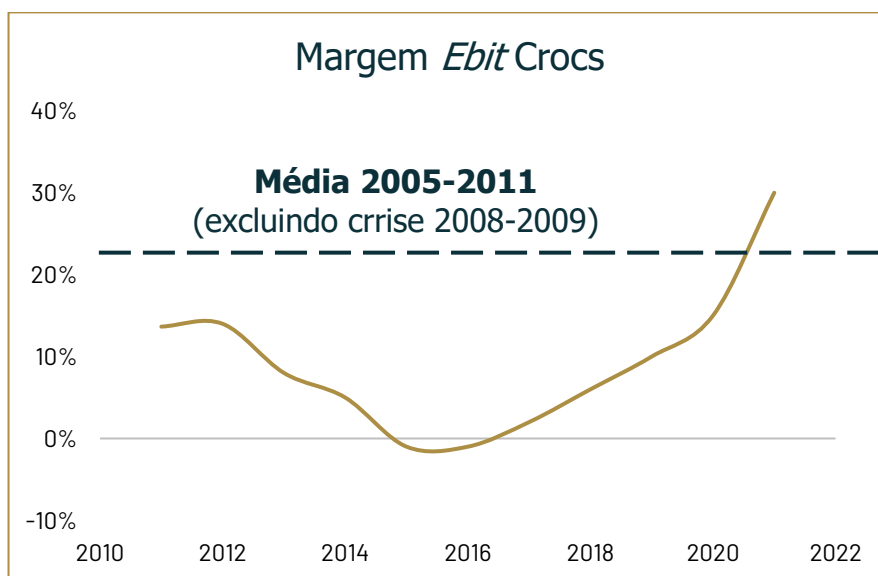
¹² Despesas de vendas, gerais e administrativas.

Imagem 7: Etapas pelas quais a Crocs passou¹³.

2002 -2006	2008-2013	2014-2017
Crescimento acelerado	Diversificação excessiva	Correção de rumo
Criação do "clog": o produto carro-chefe da marca	Linha de produtos cresce e vai de sapato de golf a botas de couro	Alteração da estratégia e troca de CEO
IPO em 2006	Entrada em novas geografias, mesmo com baixo volume	Estratégia da marca focada no "iconic clog"
Aquisição Jibbitz para personalização	Mais de 600 lojas	Redução de SKUs em 50%

Fonte: Crocs. Elaboração: Athena Capital

Imagem 8: Evolução Margem *EBIT* Crocs.



Fonte: Crocs. Elaboração: Athena Capital

b) Mudança de capital humano

Nos últimos anos, houve uma troca relevante na direção da companhia. Algumas trocas no passado geraram mais dúvidas do que clareza, mas nas últimas que ocorreram vimos como positivas, dado a convergência com a sua estratégia atual. Apesar dela hoje estar com um CEO interino, nossa diligência mostra que há busca por um de *background* mais operacional, com os *capabilities* adequados para a companhia implementar sua estratégia de *back to the basics* e solidificar o controle de suas operações, para a partir deste ponto, crescer em bases mais sólidas e estruturadas.

c) Margem

Por todos os erros já comentados, não acreditamos que a margem atual sirva para qualquer referência e no curto prazo os resultados seguirão fracos, inclusive, com chance de decepção. A estimativa de um número para margem futura é sempre desafiadora porque isso irá depender do mix de canal, região e escala. Por isso, preferimos buscar referências de marcas fortes e fazer simulações, excluindo operações que dão prejuízo (ex. EUA).

¹³ [Apresentação completa da empresa](#)

Dito isso, uma margem na operação Havaianas Internacional entre 15-20% e no Brasil ao redor de 25%, são patamares que fazem sentido e de forma consolidada representariam 22-23,5% de margem. Para a estimativa de receita normalizada consideramos um volume de pares no Brasil similar à média dos últimos anos e, para o volume internacional, considera uma evolução apenas no volume da Europa (que recentemente também vem encontrando problemas operacionais/logísticos). Já para a receita por par, consideramos os preços atuais.

Dependendo da estrutura de capital do momento e da Selic, estaríamos falando de um múltiplo ao redor de 8-9x lucro anual, sem ajustar a valor presente (que é uma variável sensível).

Com este patamar de resultado e um de capital de giro mais adequado (ajuste no estoque), o ROIC retorna para um patamar muito saudável de 25%, o que torna a assimetria do investimento favorável, apesar do curto prazo desafiador.

Imagem 9: Projeção para a empresa normalizada.

	Pares (MM)	Receita (R\$ MM)	Margem <i>Ebitda</i>
Brasil	210-220	3010	~25%
Internacional	40-50	1665	15-20%
Consolidado	250-270	4675	22-23,5%

Fonte e elaboração: Athena Capital

A dificuldade na mensuração do tempo necessário para se tomar as providencias faz com que a posição no investimento seja pequena. O que também sabemos é que prever o *timing* é uma tarefa desafiadora, mas só teremos conforto para ter uma posição maior, na medida que, as soluções implementadas comecem a se provar como vencedoras.

CONCLUSÃO

A Alpargatas tem uma marca forte (Havaianas) e com potencial de gerar bastante lucro de forma segura e recorrente. Esse potencial nunca foi aproveitado por inteiro, com a empresa tendo momentos em que parecia estar indo em uma boa direção e outros, em que parece fadada a nunca alcançar maiores patamares.

Não questionamos a valorização ou desvalorização após resultados bons/ruins, mas sim a intensidade desses movimentos, que tende a ser excessiva. Como comentado na introdução dessa carta, momentos bons ou ruins não são uma sentença de sucesso ou fracasso no longo prazo.

A tendência de perpetuar o momento corrente é um erro humano conhecido, que encontra no mercado financeiro uma oportunidade de gerar grandes distorções. A oportunidade de retornos diferenciados em tais situações vale o esforço de se debruçar sobre esses casos, com muito cuidado e atenção, escolhendo bem em quais vale a pena correr o risco.

Por fim, entendemos que os ativos como Alpargatas passaram por grandes transformações e que boa parte da mudança de precificação do *de-rating* que ocorreu é justificada por seus erros e resultados. Porém, se em um momento anterior o mercado foi muito otimista em projetar a capacidade da empresa de abraçar novos desafios e mercados, acreditamos que, hoje, possivelmente ele esteja cometendo um erro semelhante, mas na direção oposta.

Se durante alguns períodos de *bull market* tivemos a disciplina de evitar *cases* (não escapamos a todos) que pareciam não deixar nenhuma margem de segurança para decepções, hoje, consideramos importante ter a mesma disciplina de nos expor aos *cases* que parecem ter tanta assimetria (desta vez, para o *upside*) que valem o risco, mesmo que tenhamos pouca visibilidade de resultados de curto prazo.

**"In investing, what is comfortable is rarely profitable."
— Robert Arnott**