

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA EMPRESA ALPARGATAS

S.A

Laura Beatriz Feitoza Almeida

Nº de matrícula: 1512991

Professora Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Coordenador de Monografia: Márcio Garcia

Julho de 2020

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA EMPRESA ALPARGATAS
S.A

Laura Beatriz Feitoza Almeida

Nº de matrícula: 1512991

Professora Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Coordenador de Monografia: Márcio Garcia

Julho de 2020

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor"

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva da autora.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1	Evolução do comércio, consumo e produção mundial de calçados	11
Figura 2	Milhões de Pares de Calçados Produzidos em 2017 por país	12
Figura 3	Principais países consumidores de calçados em 2017	12
Figura 4	Participação (em pares) dos principais países importadores de calçados em 2017	13
Figura 5	Produção de calçados no Brasil	14
Figura 6	Segmentação da Produção Brasileira de Calçados por Grandes Regiões (participação em pares)	15
Figura 7	Canais de Distribuição de Vendas de Calçados no Brasil em 2018	16
Figura 8	Emprego na Indústria Calçadista por Unidade da Federação	17
Figura 9	Desempenho por negócio do quarto trimestre e ano de 2019	25
Figura 10	Composição Acionária da Companhia	29
Figura 11	Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas	45
Figura 12	Receita Líquida por operação	51
Figura 13	Volume de Vendas em milhões de unidades	52
Figura 14	Receita Líquida	52
Figura 15	Projeção das premissas macroeconômicas	53
Figura 16	Projeção do preço médio de vendas	54
Figura 17	Projeção do volume físico de vendas	54
Figura 18	Projeção da receita líquida por segmento	54
Figura 19	Projeção da Receita Bruta	54
Figura 20	Projeção do Custo dos Produtos Vendidos	55
Figura 21	Projeção do Lucro Bruto	56
Figura 22	Tributação sobre fabricação, venda ou consumo	57
Figura 23	EBITDA da Alpargatas	58
Figura 24	Projeção do Capital de Giro	59
Figura 25	Capex da Alpargatas	60
Figura 26	NOPAT	61
Figura 27	Fluxo de Caixa para a Firma	63
Figura 28	Resultados da Pesquisa	63

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todos os meus familiares, meus tios, padrinhos, primos e especialmente, minha avó, Zélia, minha mãe Michella e meu pai de coração, Jailton, que sempre me apoiaram, mesmo de longe e deram todo o suporte necessário para que pudesse concluir minha tão sonhada graduação de Economia na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Aos meus amigos de Aracaju, aos amigos da Escola Sesc, àqueles que se tornaram minha família aqui no Rio e aos novos amigos que fiz nesses últimos anos, por todos os ensinamentos, bons momentos e conselhos. Sem vocês, essa trajetória teria sido ainda mais difícil e desafiadora.

Ao Departamento de Economia e em especial, a professora Nazareth, minha orientadora, por todo suporte necessário e aos demais professores do Departamento, por todo ensinamento.

Ao time de Futsal da PUC-Rio, pelas tardes divertidas e descontraídas depois das aulas, ao Brother Carioca, pelas conexões de experiências e aos meus amigos e colegas de aula e de trabalho por todo companheirismo.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	O SETOR CALÇADISTA	11
2.1	Visão geral da indústria	11
2.2	Aspectos do varejo calçadista brasileiro	14
2.3	Aspectos Macroeconômicos	18
3	ALPARGATAS S.A.	21
3.1	História da Companhia	21
3.2	Principais Atividades da Companhia	22
3.3	Marcas: Havaianas, Mizuno e Osklen	24
3.3.1	Havaianas	25
3.3.2	Mizuno	26
3.3.3	Osklen	27
3.4	Pilares Estratégicos no ano de 2019	27
3.5	Composição Acionária	29
3.6	Governança Corporativa	30
3.7	Vantagem Competitiva	31
3.8	Cenário em 2020	35
4	INTRODUÇÃO AO VALUATION E PRINCÍPIOS CONTÁBEIS	37
4.1	Introdução ao Valuation	37
4.2	Análises Top-Down e Bottom-Up	38
4.3	Contabilidade Básica	39
4.4	Balanço Patrimonial (BP)	40
4.5	Demonstrativo do Resultado do Exercício (DRE)	41
4.6	Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC)	41
5	MÉTODO DE AVALIAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (FCD)	43
5.1	Projeção do Fluxo de Caixa	44
5.2	Determinação da Taxa de Desconto	44
5.2.1	Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas (FCFE)	44
5.2.1.1	Método de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM)	45
5.2.2	Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)	47
5.2.2.1	Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)	47

	7
5.3 Valor terminal ou Perpetuidade	48
6 VALUATION DA ALPARGATAS S.A.	50
6.1 Receita	50
6.2 Custos e Despesas	55
6.3 Depreciação e Amortização	56
6.4 Tributação	57
6.5 EBIT e EBITDA	57
6.6 Capital de Giro	59
6.7 Capex	59
6.8 NOPAT	60
6.9 Taxa de Desconto	61
6.10 Fluxo de Caixa para Firma	63
6.11 Valor justo da Alpargatas S.A.	63
7 CONCLUSÃO	65
8 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	67

1 INTRODUÇÃO

O ano de 2019 foi marcado por acentuados cortes da Selic, taxa básica de juros brasileira, na tentativa de estimular a atividade econômica. A taxa Selic é o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central e suas mudanças afetam outras variáveis econômicas. Os principais canais de transmissão dessa política ocorrem por meio da decisão entre consumo e investimento por parte das famílias e empresas, pela taxa de câmbio, preço dos ativos, pela disponibilidade de crédito e também pelas expectativas dos agentes envolvidos.

A Selic é referência para as demais taxas de juros da economia e quando há uma queda nessa taxa, a tendência é que as demais taxas de juros reais também diminuam. Assim, os bancos e instituições financeiras podem reduzir suas taxas de empréstimo, o que significa também custo mais baixo de investimento produtivo como maquinário e equipamento, aumentando, então, a demanda por crédito, investimento e o consumo.

Além disso, o estímulo da atividade econômica por meio de uma redução na taxa de juros, estimula também os lucros das empresas e o aumento do preço das ações, já que o valor presente dos ativos aumenta, impactando em um maior gasto das famílias e empresas. Por outro lado, os títulos públicos, CDBs¹ e outros ativos de Renda Fixa indexados a ela passam a oferecer uma rentabilidade menor.

Na Renda Variável, ao longo de 2019, o principal índice da bolsa de valores brasileira, o Ibovespa, atingiu seus patamares históricos de alta, movimento que começou ainda em 2016. Sendo assim, com uma melhora nas expectativas, as pessoas começaram aos poucos a sair da inércia da poupança e dos ativos indexados à taxa de juros e começaram a dar os primeiros passos na direção de investimentos que pudessem ser mais rentáveis.

Nesse contexto, muitas as empresas começaram a entrar no radar dos investidores como forma de diversificação e composição do portfólio. As empresas de capital aberto são negociadas na Bolsa de Valores e até que pareça simples tornar-se acionista de alguma delas, afinal, por meio de uma corretora, basta abrir o *Home Broker* e efetuar a ordem de compra, é preciso ter cautela. Como saber se uma ação está cara ou

¹ Certificado de Depósito Bancário.

barata e se realmente vale a pena o investimento em tal empreendimento, é aí que entra o papel da análise fundamentalista na decisão de investimento.

Por meio dessa análise, é possível traçar diferentes cenários e projeções para encontrar a diferença entre preço e valor de uma empresa e qual deve ser a trajetória da sua cotação. É um trabalho muito utilizado, mas subjetivo e passível de interpretações diferentes entre os analistas.

A empresa que será apresentada e analisada neste trabalho em questão é a Alpargatas S.A., uma companhia que existe há mais de cem anos e que está presente na vida da maioria dos brasileiros através da sua maior marca que é a Havaianas que com suas sandálias está enraizada na cultura brasileira.

A companhia já passou por diversas fases e crises econômicas, como a Primeira e Segunda Guerra, lidando com a escassez de insumos, a gripe espanhola que atingiu a cidade de São Paulo e deixou metade dos funcionários de suas fábricas doentes, a crise econômica causada pela superprodução de café ao final da década de 1920, o período inflacionário da década de 1980 e também a crise de 2008. Mesmo assim, mostrou que seus fundamentos são fortes e que são capazes de adaptar-se para lidar com situações adversas.

Especialmente, 2020 será um ano bastante desafiador não só para a Alpargatas, mas também para a sociedade e para as empresas no geral, devido aos impactos sanitários, sociais e econômicos causados pela pandemia do novo coronavírus. O vírus que se originou na China, logo se espalhou por diversos países ao redor do globo e medidas de isolamento social foram adotadas por alguns governos, na tentativa de conter o nível de espalhamento do vírus.

Um dos efeitos econômicos foi a desaceleração da economia global, uma vez que o consumo das famílias, o investimento e as exportações contraíram simultaneamente. Assim, os países adotaram medidas de política econômica na tentativa de minimizar os impactos econômicos e sociais causados pelo vírus.

Do lado das empresas de varejo discricionário, muitas apresentaram forte retração nos seus resultados do primeiro trimestre de 2020, principalmente no mês de março, outras tiveram que acelerar seu processo de digitalização em plataformas de vendas online para compensar a redução nos fluxos das lojas físicas. Fato é que a pandemia deixará cicatrizes e trará mudanças nas vidas das pessoas, na maneira que elas

irão se relacionar e consumir daqui para frente. Empresas que adotaram sistema de home office, reuniões online, escolas que foram fechadas e adotaram sistema de aulas online e novas adequações de consumo são alguns dos exemplos para essas mudanças.

Ademais, se o século XIX foi marcado pela Revolução Técnica Científica Informacional, o ano de 2020 será também um marco para uma aceleração ainda maior da transformação digital e tecnológica. Assim, faz-se necessário monitorar e avaliar como a Alpargatas irá caminhar para essa integração, entender seus pilares estratégicos de crescimento e seu valor intrínseco para tomadas de decisão de investimentos, já que é uma empresa que está presente na vida e no dia-a-dia de tantos brasileiros.

Para avaliar e encontrar o valor intrínseco da Alpargatas, será utilizado o método de Fluxo de Caixa Descontado. Assim, será possível fazer uma análise qualitativa e quantitativa para entender o potencial financeiro de longo prazo da companhia dentro do setor em que está inserida e dentro do contexto econômico como um todo. Contudo, dado o cenário ainda tão incerto, as projeções futuras dos resultados potenciais da Companhia tornam-se mais desafiadoras.

Para isso, as fontes de dados utilizadas serão as divulgadas pela própria empresa e pela agência de notícias britânica Reuters, tais como Balanço Patrimonial, Demonstrações de Resultados do Exercício, Fluxo de Caixa e outros dados qualitativos acerca da empresa. Além disso, outras fontes como Banco Central do Brasil, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Associação Brasileira das Indústrias de Calçados, Fundo Monetário Internacional e Globo também serão utilizadas para obter dados macroeconômicos e setoriais.

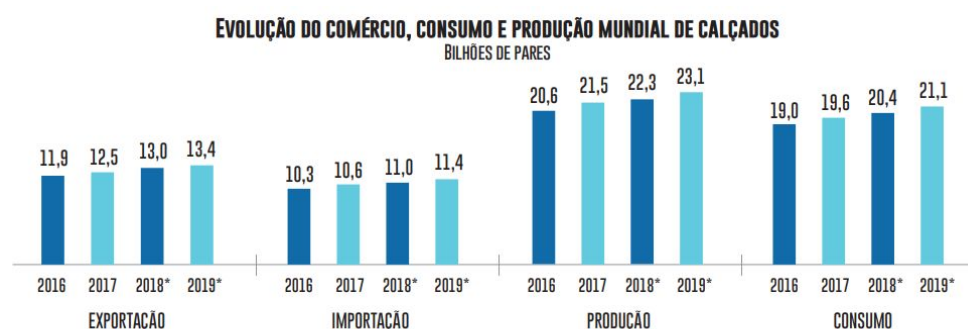
Finalmente, serão realizadas projeções de resultados sob premissas adotadas para encontrar o valor justo da companhia e seu potencial de crescimento nos próximos anos que atrelados aos fatores qualitativos poderão ser utilizados para análises futuras para saber como de fato a companhia se comportou e reagiu.

2 O SETOR CALÇADISTA

2.1 Visão geral da indústria

O setor no qual a Alpargatas está inserida, de varejo calçadista, é um setor bastante competitivo, diversificado e de grande notoriedade nacional e internacional. Em seu relatório setorial de 2019 sobre a indústria de calçados do Brasil, a Associação Brasileira das Indústrias de Calçados (Abicalçados) esboça o crescimento da produção mundial de calçados, em pares, entre 2016 e 2018 e que 58% dos estimados 22,3 bilhões de pares de calçados no mundo em 2018 foram destinados ao mercado externo. Além disso, no mesmo ano, a média de consumo interno foi de 2,7 pares per capita (Abicalçados, 2019).

Figura 1 Evolução do comércio, consumo e produção mundial de calçados



Fonte: Relatório Setorial Indústria de Calçados da Associação Brasileira das Indústrias de Calçados (Abicalçados, 2019)

Conforme também apresentado no relatório e com dados de 2017, verifica-se que entre os dez maiores produtores mundiais de calçados, seis estão localizados no continente asiático e China, Índia e Vietnã juntos representaram 72,3% do volume de produção mundial de calçados em 2017, com destaque para o desempenho do Vietnã que apresentou crescimento de 23,2% no período. Já o Brasil ocupou a quarta colocação de maior produtor mundial de calçados e se mostrou líder fora da Ásia e representou 4,4% da produção mundial de calçados em 2017. No gráfico abaixo, estão os dados por milhões de pares de calçados produzidos em 2017 por país (Abicalçados, 2019).

Figura 2 Milhões de Pares de Calçados Produzidos em 2017 por país

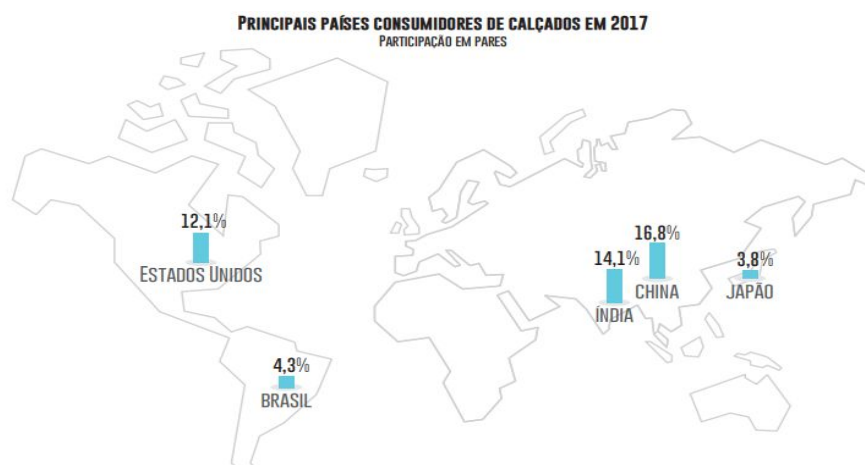
MILHÕES DE PARES

PAÍS	2015	2016	2017	VARIAÇÃO 2016-2017
CHINA	11.322	11.116	11.410	2,6% ↑
ÍNDIA	2.698	2.797	2.868	2,5% ↑
VIETNÃ	927	971	1.255	29,2% ↑
BRASIL	912	933	943	1,1% ↑
INDONÉSIA	733	771	810	5,1% ↑
NIGÉRIA	406	415	429	3,2% ↑
PAQUISTÃO	251	258	265	2,8% ↑
MÉXICO	250	253	264	4,4% ↑
TAILÂNDIA	226	231	238	3,0% ↑
ITÁLIA	191	188	190	1,3% ↑
OUTROS	2.561	2.660	2.808	5,6% ↑
TOTAL	20.477	20.592	21.480	4,3% ↑

Fonte: Relatório Setorial Indústria de Calçados da Associação Brasileira das Indústrias de Calçados (Abicalçados, 2019)

Em 2017, dentre os maiores consumidores de calçados, estavam China, Índia, Estados Unidos e o Brasil ocupando também a quarta colocação. Considerando o consumo per capita, EUA em primeiro lugar com 7,2 pares por habitante e o Brasil na 31ª com 4 pares por habitante. Vale destacar que na China, por exemplo, o consumo doméstico superou a produção nacional, enquanto que na Índia a produção doméstica foi praticamente equivalente ao consumo interno (Abicalçados, 2019).

Figura 3 Principais países consumidores de calçados em 2017



Fonte: Relatório Setorial Indústria de Calçados da Associação Brasileira das Indústrias de Calçados (Abicalçados, 2019)

A Itália destaca-se como um dos maiores países exportadores de calçados, em termos de volume, ocupou a 6ª colocação em 2017, todavia, em termos monetários, foi o 3º maior exportador mundial, isso porque os preços médios dos seus calçados são mais elevados. O preço médio dos calçados brasileiros, entretanto, ficou abaixo da média mundial. Outros países, como Alemanha, Bélgica, Reino Unido e Países Baixos costumam apresentar um nível de produção muito baixo, porém, se destacam como exportadores atuando como reexportadores para outros mercados (Abicalçados, 2019).

Os EUA lideraram as importações de calçados mundiais (em pares) em 2017, representando mais de 22% de participação nas importações mundiais, seguido por Alemanha, Japão, Reino Unido e França. A liderança dos Estados Unidos também é observada em termos de volumes importados, de modo que tem grande relevância na definição do preço médio das importações mundiais de calçados. Os dados abaixo mostram a participação (em pares) dos principais países importadores de calçados em 2017 (Abicalçados, 2019)

Figura 4 Participação (em pares) dos principais países importadores de calçados em 2017

MILHÕES DE PARES

PAÍS	2015	2016	2017	VARIAÇÃO 2016-2017
ESTADOS UNIDOS	2.466	2.338	2.379	1,8% ↑
ALEMANHA	654	654	689	5,4% ↑
JAPÃO	642	665	677	1,8% ↑
REINO UNIDO	633	652	600	-8,0% ↓
FRANÇA	500	486	498	2,4% ↑
ITÁLIA	328	336	341	1,5% ↑
BÉLGICA	302	290	326	12,5% ↑
ESPAÑA	283	294	300	2,1% ↑
PAISES BAIXOS	264	259	286	10,4% ↑
POLÔNIA	136	152	181	18,9% ↑
BRASIL (54^o)	33	23	24	4,2% ↑
OUTROS	3.938	4.158	4.342	4,4% ↑
TOTAL	10.179	10.306	10.642	3,3% ↑

Fonte: WSR

Fonte: Relatório Setorial Indústria de Calçados da Associação Brasileira das Indústrias de Calçados (Abicalçados, 2019)

Contudo, os resultados para o corrente ano de 2020 não são dos melhores em decorrência dos impactos da pandemia do novo coronavírus. A estimativa apresentada durante o evento de Análise de Cenários, realizado pela Abicalçados em maio de 2020 é de que a produção de calçados pode cair até 30% em 2020². Com a velocidade de disseminação do vírus, medidas de isolamento social foram adotadas por países de todos os continentes, na tentativa de conter os efeitos da pandemia. Então, diversas atividades econômicas ao redor do mundo ficaram paralisadas, fábricas foram fechadas, restrições de circulação de pessoas foram adotadas e uma série de outras medidas que acabaram afetando as cadeias globais de suprimentos e também os comércios globais. Com a recessão econômica global, os níveis de produção e consumo levarão tempo para alcançar os patamares e as expectativas pré coronavírus.

2.2 Aspectos do varejo calçadista brasileiro

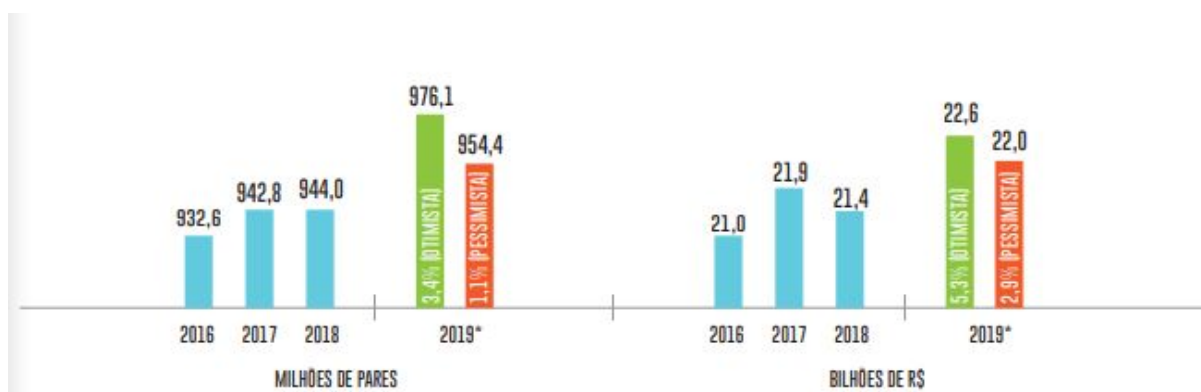
O Brasil produz, consome, exporta e importa diversos tipos de calçados. Conforme abordado no tópico anterior, o Brasil possui uma posição relevante na produção mundial de calçados, contudo, desde 2014, tal participação vem diminuindo.

² Abicalçados - Produção de calçados de calçados deve cair até 30% em 2020 - Disponível em <https://www.abicalcados.com.br/noticia/producao-de-calcados-deve-cair-ate-30-em-2020>. Acessado em 25/06/2020

No ano de 2018, a produção não aumentou significativamente quando comparada ao ano de 2017, isso em parte porque as exportações apresentaram uma queda em volume.

As perspectivas de crescimento da produção brasileira em termos de volume para 2019 foi de 3,4% no cenário mais otimista e de 1,1% no cenário pessimista. Já em termos de valor, a projeção foi um aumento de 5,3% no cenário otimista e 2,9% na margem pessimista.

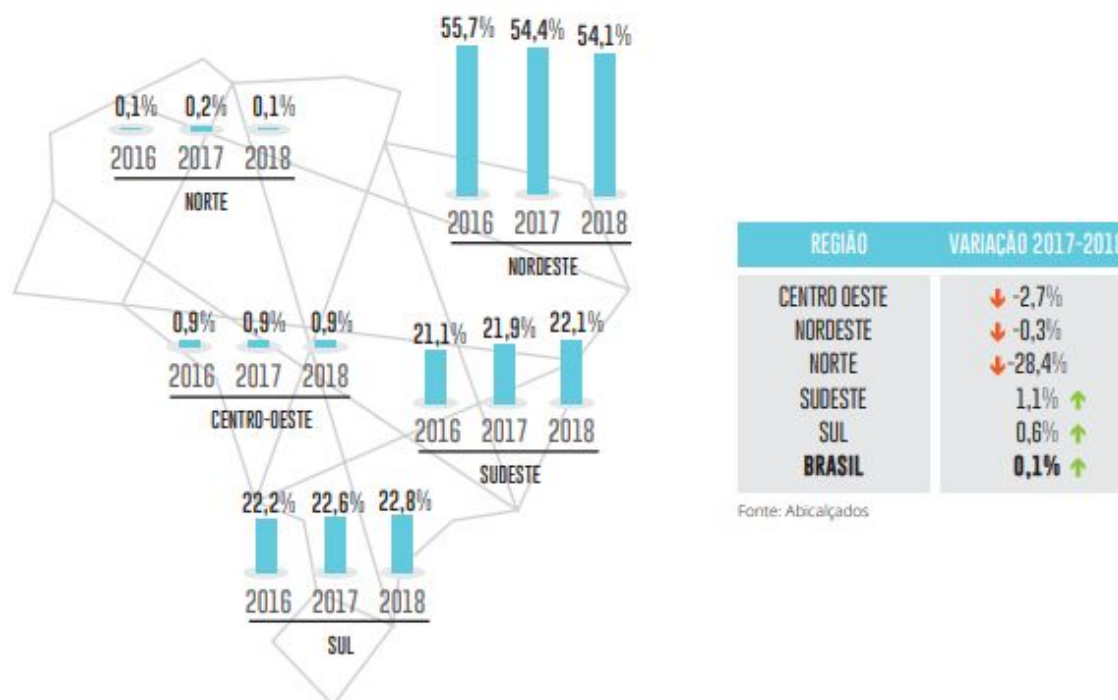
Figura 5 Produção de calçados no Brasil



Fonte: Relatório Setorial Indústria de Calçados da Associação Brasileira das Indústrias de Calçados (Abicalçados, 2019)

O volume da produção de calçados no Brasil concentra-se, principalmente, na região Nordeste, representando mais de 50% da produção nacional em 2018. As unidades federativas que mais se destacaram foram Ceará, Rio Grande do Sul e a Paraíba, com parcelas de mercado de 27,4%, 20,1% e 15,8%, respectivamente, com base em dados de 2018.

Figura 6 Segmentação da Produção Brasileira de Calçados por Grandes Regiões (participação em pares)



Fonte: Relatório Setorial Indústria de Calçados da Associação Brasileira das Indústrias de Calçados (Abicalçados, 2019)

No que tange ao polo calçadista, ou seja, onde as empresas produtoras estão concentradas e situadas em locais próximos, constatou-se que em 2018, o polo de Sobral, no Ceará, foi o maior produtor nacional de pares de calçados seguido pelo polo de Campina Grande na Paraíba.

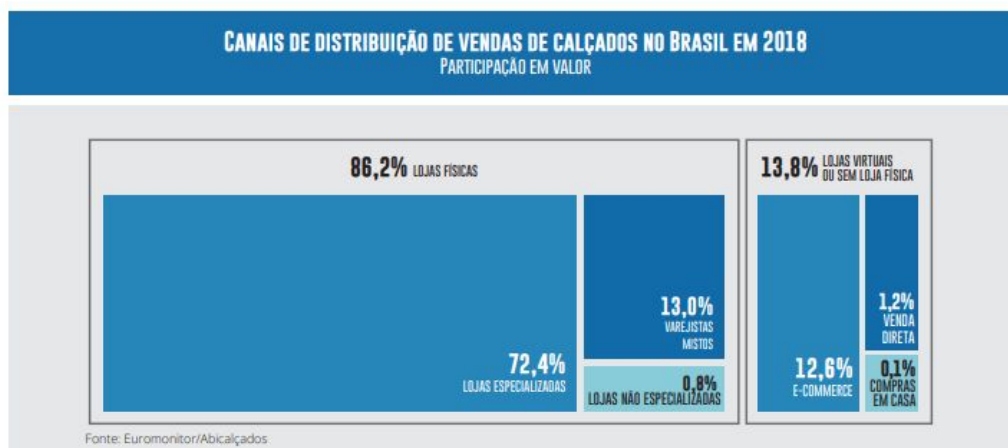
A principal matéria prima utilizada para produção de calçados no Brasil nesse mesmo ano foi o plástico/borracha, contudo, apresentou uma retração comparada ao ano de 2017 ao passo que outros materiais como laminado sintético e têxtil aumentaram seu *market share*.

Uma pesquisa elaborada pela Abicalçados que utilizou como base dados de produção calçadista por tipo de uso da Prodilist/IBGE para mostrar que em 2018, a produção nacional foi em maior parte de chinelos com 46,8% dos pares de calçados produzidos no Brasil, seguido por calçados casuais e também esportivos, com destaque para esse último que ganhou uma participação de 2017 para 2018, passando de 6,8% para 7,3%.

Outro aspecto importante do varejo calçadista são os canais de distribuição de vendas que podem ocorrer por meio de lojas físicas especializadas e não especializadas,

varejistas mistos, e-commerce e vendas diretas. Como pode ver no gráfico abaixo, as lojas físicas dominaram o mercado em 2018, representando 86,2% dos canais de distribuição. Além disso, o e-commerce, canal de vendas online, vem ganhando espaço ao longo dos anos, em 2010 representava apenas 1,2% desse mercado.

Figura 7 Canais de Distribuição de Vendas de Calçados no Brasil em 2018



Fonte: Relatório Setorial Indústria de Calçados da Associação Brasileira das Indústrias de Calçados (Abicalçados, 2019)

Os calçados brasileiros, em termos monetários, tiveram como destinos principais os Estados Unidos e Argentina em termos de exportação no ano de 2018. Já em termos de pares, o Paraguai foi o principal destino das exportações brasileiras nesse mesmo ano. No geral, a maior participação das vendas foi de calçados casuais e sociais, acompanhado por chinelos e calçados esportivos.

Por outro lado, as importações brasileiras de calçados tiveram como origem principal o Vietnã, tanto em termos de volume quanto em termos monetários em 2018, com destaque para o segmento de calçados casuais e sociais.

Em termos empregatícios, em 2018, a indústria calçadista empregou 271,1 mil pessoas. Entretanto, 5,5 mil postos de trabalho foram fechados nesse mesmo ano. O gráfico abaixo mostra a distribuição de postos de trabalho nesse setor por unidade da federação. O destaque para geração de novos empregos vai para o Ceará e Paraíba que apresentaram crescimento em comparação com 2017.

Figura 8 Emprego na Indústria Calçadista por Unidade da Federação

EMPREGO NA INDÚSTRIA CALÇADISTA POR UNIDADE DA FEDERAÇÃO

MIL POSTOS DE TRABALHO

ESTADO	2016	2017	2018	VARIACÃO 2017-2018
RIO GRANDE DO SUL	95,5	92,0	87,9	↓ -4,4%
CEARÁ	53,4	52,2	55,4	↑ 6,1%
SÃO PAULO	39,7	38,3	34,3	↓ -10,4%
MINAS GERAIS	31,2	30,7	30,4	↓ -1,0%
BAHIA	28,1	27,9	27,8	↓ -0,3%
PARAIBA	15,0	14,2	14,7	↑ 3,6%
SANTA CATARINA	6,6	6,7	6,6	↓ -2,1%
OUTROS	15,5	14,7	14,0	↓ -4,8%
TOTAL	285,0	276,6	271,1	↓ -2,0%

Fonte: RAIS/MTE
(*) Projeção Abicalçados

Fonte: Relatório Setorial Indústria de Calçados da Associação Brasileira das Indústrias de Calçados
(Abicalçados, 2019)

Fato é que os efeitos da pandemia do coronavírus impactam diretamente todos os índices de produção, consumo, importação, exportação e emprego. As projeções para para o ano de 2020 são desafiadoras, só no mês de março, no setor calçadista, o uso da capacidade instalada apresentou uma queda de 29%. Desde meados de março a maio, 34,1 mil postos de trabalho havia sido perdidos nas indústrias de calçados brasileiras em função das quedas na produção, por outro lado, até o final de 2019, o setor empregava 269 mil trabalhadores³.

Não só o consumo doméstico diminuiu, como também as exportações, para 2020, a Abicalçados projeta uma queda dos embarques entre 27,3% e 30,6%, ante 2019 fechando entre 89 milhões e 80 milhões de pares vendidos no exterior, pior resultado desde 1983.

A pandemia do novo coronavírus agravou a situação do varejo calçadista brasileiro. Segundo um levantamento realizado pela Associação Brasileira de Lojistas de Artefatos e Calçados (Ablac) de 12 a 19 de março, o fluxo de clientes em todo o Brasil já tinha apresentado uma redução de 80%, à medida que shoppings e lojas foram fechando⁴. Em decorrência disso, uma das maiores preocupações é com a saúde e com a

³ Abicalçados - Setor calçadista perdeu 1,3 mil postos de trabalho em uma semana - Disponível em <https://www.abicalcados.com.br/noticia/setor-calcadista-perdeu-1-3-mil-postos-de-trabalho-em-uma-semana>. Acessado em 25/06/2020

⁴ Ablac - Impacto do Coronavírus já é sentido no varejo de calçados: faturamento cai até 80% - Disponível em <http://www.ablac.com.br/2020/03/18/impacto-do-coronavirus-ja-e-sentido-no-varejo-de-calçados-vendas-caem-ate-70/> Acessado em 25/06/2020

folha de pagamento dos colaboradores, para que não sejam expostos ao risco de contaminação e também que ocorra um número de demissões em massa.

Algumas empresas adiantaram as férias dos funcionários e renegociaram seus aluguéis com os locadores, suas dívidas com bancos e também renegociaram com seus fornecedores diante da redução do faturamento das lojas. Fábricas foram adaptadas e remodeladas para que pudessem produzir máscaras e itens destinados aos profissionais de saúde, colaboradores adotaram o sistema de home office, empresas se adequaram aos canais de venda e distribuição online. Desse modo, aquelas empresas que mais conseguirem se adaptar ao cenário, poderão lidar melhor com essa crise.

2.3 Aspectos Macroeconômicos

O setor de varejo calçadista é bastante influenciado pela conjuntura macroeconômica e que pode ser representada pela situação política, pela taxa de juros, disponibilidade de crédito aos consumidores e às empresas, taxa de câmbio, inflação e que por sua vez, tendem a refletir e afetar o nível de consumo da população, o grau de confiança e o poder de compra dos consumidores. Desse modo, faz-se necessário compreender o cenário econômico atual para melhor projeção dos resultados potenciais das companhias dentro do setor em que estão inseridas.

O Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro a preços correntes apresentou um crescimento de 1,1% em 2019, depois de dois anos seguidos de retração. Do lado da demanda, o consumo das famílias contribuiu em maior parte para esse avanço, enquanto do lado da oferta, o setor de serviços apresentou maior peso. Não obstante, o crescimento não foi suficiente para alcançar os níveis de pré-recessão. Para 2020, o PIB do primeiro trimestre apresentou a maior queda desde 2015, refletindo os efeitos da pandemia e sugerindo a forte contração da atividade econômica. A projeção apresentada no Boletim Focus de 12 de junho de 2020 para o PIB brasileiro em 2020, é uma retração de 6,48%. Nesse sentido, a perspectiva é de recessão global com um aumento do desemprego e queda do produto e da renda.

Com o avanço da crise causada pelo Covid-19, que teve sua origem na China ainda no final de 2019, mas que logo se espalhou por todo o mundo, a conjuntura internacional é de grande adversidade, uma vez que há enorme esforço na tentativa de

minimizar os efeitos sobre a saúde das pessoas e também da economia. Muitos países adotaram medidas de isolamento social, diversas lojas e escolas, por exemplo, foram fechadas para que a circulação de pessoas diminuísse, reduzindo o nível de contágio do vírus e para que os sistemas de saúde não entrassem em colapso.

O Brasil é um país bastante extenso e suas regiões apresentam características bem distintas, tanto é que a propagação do vírus ocorreu em diferentes níveis pelo país e cada governo estadual e municipal atuou de uma forma. Isso, porque em alguns lugares a situação estava mais controlada, como foi o caso da região sul e centro-oeste, que até maio apresentaram o menor nível de incidência e mortalidade do vírus a cada cem mil habitantes.

O consumo das famílias, apesar de representar grande parte do componente do PIB, cresceu apenas 1,8% em 2019, a menor taxa em três anos. Entretanto, avançou acima do crescimento de 1,1% do PIB total no mesmo período. Tal cenário pode ser explicado, em parte, pelo nível de confiança do consumidor, que avançou menos que o nível de confiança empresarial⁵.

Para 2020, algumas das medidas adotadas pelo governo, como por exemplo, linha de crédito emergencial para que as pequenas e médias empresas pudessem financiar o pagamento salarial de seus funcionários por dois meses, auxílio emergencial para trabalhadores informais, zerar alíquota de imposto de importação para produtos hospitalares até o final do ano foram adotadas para estimular a economia e devem ter caráter transitório, enquanto outras como inclusão de 1,2 milhões de pessoas no Bolsa Família deve ser permanente. Mesmo que essas medidas tenham um impacto fiscal, de modo que aumentam os gastos do governo, são necessárias para contenção da crise no curto prazo.

Do lado da política monetária, o Comitê de Política Monetária (Copom) reduziu a taxa básica de juros em junho deste ano pela oitava vez seguida, atingindo a mínima histórica de 2,25% a.a como forma de estímulo à economia e devido aos efeitos da pandemia. Assim, facilita a renegociação de dívidas de empresas e famílias e injeta maior liquidez na economia.

⁵ G1 - Consumo cresce em ritmo menor em 2019 com mercado de trabalho ainda frágil - Disponível em <https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/03/04/consumo-cresce-em-ritmo-menor-em-2019-com-mercado-de-trabalho-ainda-fragil.ghtml> - Acessado em 25/05/2020

Além disso, na última reunião, em junho de 2020, o Comitê avaliou que as medidas de inflação estavam abaixo dos níveis compatíveis com a meta para inflação que é relevante para a condução da política monetária. As expectativas de inflação apresentadas pelo Relatório Focus para 2020, 2021 e 2022 são de 1,6%, 3% e 3,5%, respectivamente.

3 ALPARGATAS S.A.

3.1 História da Companhia

A Alpargatas é uma empresa centenária e sua história começou quando o escocês Robert Fraser chegou ao Brasil em 1907 e fundou a Sociedade Anonyma Fábrica Brasileira de Alpargatas e Calçados. Dois anos depois, a fábrica passou a se chamar São Paulo Alpargatas Company S.A. e logo começou a produção de Alpargatas Roda e Encerados Locomotiva em Mooca, São Paulo. Sua negociação na Bolsa de Valores de São Paulo teve início em 1913, impulsionado pelo sucesso das Alpargatas Roda utilizadas nas lavouras de café, já que era um dos calçados mais acessíveis e populares do país.

A empresa conseguiu superar diversas crises ao longo de sua jornada, enfrentou a Primeira e Segunda Guerra, lidando com escassez de insumos e suprimentos. No quesito social, foi uma das pioneiras na criação de um programa ainda nos anos 40. Esse programa incluía armazém de abastecimento, abono de Natal e o pagamento dos domingo e feriados não trabalhados, antes mesmo de se tornarem obrigatório. Já nos anos 70, tomou a iniciativa de responsabilidade social com a campanha “Criança Calçada, Criança Sadia”.

Um de seus maiores produtos de sucesso foi lançado em 1962, as famosas sandálias havaianas. Nesse mesmo período, lançou o Kichute, da linha Topper e também adquiriu a marca Rainha. Posteriormente, nos anos 80 e 90, lançou as marcas Mizuno e Timberland no mercado brasileiro e inaugurou novas fábricas no Nordeste brasileiro. Nesse período, as vendas de Havaianas bateram o recorde de 100 milhões de pares comercializados.

Alguns de seus feitos das duas últimas décadas foram a fundação do Instituto Alpargatas de Responsabilidade social, a aquisição da Companhia Brasileira de Sandálias, detentora da marca Dupé, a incorporação de grande parte do capital social da Alpargatas Argentina, além da abertura de operações próprias nos Estados Unidos e Europa, intensificando, então, seu processo de internacionalização.

Em 2007 adquiriu a totalidade da marca Dupé. Em 2010 alterou sua razão social de São Paulo Alpargatas S.A. para Alpargatas S.A visando uma estratégia de se tornar

uma empresa global. Em 2013 adquiriu a Osklen e em 2016 vendeu parte das operações relacionadas às marcas Topper e Rainha no Brasil e o restante das unidades de negócios relacionada a Topper na Argentina e no mundo foi vendido em 2020 para o Carlos Roberto Wizard Martins⁶. Em 2017, a empresa encerrou o contrato de licença da Timberland no Brasil e em 2018, iniciou operações na Colômbia, Hong Kong, China e constituiu uma Joint Venture na Índia. Hoje, seus principais acionistas são a ITAÚSA - Investimentos Itaú S.A., Cambuhy Investimentos e Brasil Warrant que, juntos, detém 54,24% do capital total.

3.2 Principais Atividades da Companhia

A Alpargatas S.A. é uma das maiores empresas brasileira de calçados e, atualmente, seu grupo é composto por quatro marcas, Havaianas, Dupé, Mizuno e Osklen. A Alpargatas tem grande destaque nos segmentos que atua, além do grande reconhecimento internacional. A Havaianas é uma das marcas brasileiras de bem de consumo com maior reconhecimento internacional. Juntas, Havaianas e Dupé, lideram o mercado nacional de sandálias. A Mizuno atua no mercado brasileiro dentro da categoria de calçados de corrida de alta performance. Com a aquisição da Osklen, a companhia deu um passo importante para ingressar no segmento de moda *lifestyle*⁷. A empresa atua no varejo com lojas exclusivas Havaianas, Osklen, Meggashop e Outlet Alpargatas localizadas em diversos países.

São quatro unidades fabris próprias localizadas no Brasil, duas na Paraíba, uma em Pernambuco e outra em Minas Gerais. As máquinas, equipamentos e instalações industriais representam grande parte do balanço patrimonial por serem ativos não circulantes e por contribuírem com a fabricação de sandálias e calçados esportivos e casuais.

Até o ano de 2018, uma das unidades industriais da Paraíba, que está localizada em Campina Grande, era responsável por cerca de 220 milhões de novos pares de sandálias. Junto a essa estrutura, existem dois armazéns de distribuição, um deles é

⁶ Carlos Roberto Wizard Martins é um empresário, executivo e escritor brasileiro.

⁷ *Lifestyle*, em português, significa estilo de vida

capaz de armazenar 18 milhões de pares e o outro é capaz de armazenar 4 milhões de pares de sandália. A outra unidade, que está em Santa Rita, cerca de 15 km de João Pessoa, é responsável pela produção de calçados esportivos e casuais, tem capacidade para produzir 13 milhões de pares em um ano. Parte do processo de produção desses calçados é feito por fábricas satélites e que são incorporados a essa unidade. Seu armazém de distribuição armazena até 1,5 milhões de pares e conta com equipamentos e sistemas modernos.

A Unidade de Carpina, em Pernambuco tem capacidade para produzir anualmente 40 milhões de pares de sandálias, possui um armazém de distribuição com capacidade de armazenagem de 3,6 milhões de pares de sandálias.

Em Minas Gerais, a Unidade de Montes Claros é responsável pela produção de sandálias da marca Havaianas e tem capacidade de produzir até 102 milhões de pares por ano. Já o armazém de distribuição pode armazenar 8 milhões de pares de sandálias.

Na Argentina, são quatro fábricas localizadas nas províncias de Buenos Aires e um centro de distribuição. Algumas plantas são responsáveis pela fabricação de têxteis e outras pela fabricação de calçados. Todas essas unidades são próprias e dispõem de equipamentos modernos e tecnológicos. A Unidade localizada em Tucumán produz calçados casuais e esportivos, tem capacidade produtiva anual de 1,8 milhão de pares de calçados.

A planta localizada em Buenos Aires encerrou a produção de calçados em 2017, se especializando somente no segmento têxtil junto às outras duas unidades que estão em Catamarca e Corrientes.

O processo de fabricação e comercialização estão divididos em três categorias: sandálias, calçados esportivos, vestuário *lifestyle* e acessórios (somente comercialização).

No Brasil, a distribuição de sandálias é feita por atacadistas, distribuidores regionais, supermercados e hipermercados, redes e lojas de calçados, varejistas de calçados multimarcas e lojas exclusivas da marca Havaianas. Existe cerca de 170 mil pontos de vendas e mais de três mil clientes diretos nesse segmento. A parte da entrega dos produtos aos pontos de venda fica a cargo de transportadoras independentes à companhia. No exterior, a distribuição das sandálias é feita, principalmente, pelo varejo

multimarca de calçados, por lojas de departamento, loja de material esportivo, boutiques, lojas independentes e por pontos de venda exclusivos da Havaianas.

A participação da Alpargatas no mercado de sandálias brasileiro variou entre 48% e 52% em 2018, considerando as Havaianas e Dupé. A participação das mesmas no mercado exterior varia de acordo com cada país. No mercado nacional, a Ipanema é a maior concorrente, enquanto que no cenário internacional estão marcas como Ipanema, Nike, Reef, Yellow Box, Crocs e Quiksilver / Roxy.

O processo de produção de sandálias passa por algumas etapas e a principal matéria prima utilizada é a borracha sintética. O negócio de Sandálias é responsável por parte relevante da receita da Alpargatas.

Outro segmento de atuação é o de calçados esportivos. No Brasil, eles são distribuídos em lojas especializadas em artigos esportivos e de varejo multimarca, totalizando mais de 3.000 pontos de venda. Os calçados são entregues por transportadoras independentes à companhia. No Brasil, Mizuno é a 5ª marca em calçados em volume e a 4ª marca em valor. Suas principais concorrentes são Nike, Adidas, Asics e Olympikus.

Na parte de vestuário *lifestyle*, os produtos são produzidos por terceiros e desenvolvidos pelas áreas de design de moda das marcas. As principais matérias primas utilizadas por esse segmento são poliamida, algodão, linho, seda, viscose, materiais sustentáveis, poliéster e algodão orgânico. A distribuição desses produtos é feita por lojas exclusivas das marcas Havaianas e Osklen, podendo ser franquias ou lojas próprias. A venda dos produtos Mizuno, especialmente, é realizada por vendedores próprios de Alpargatas e representantes. As principais marcas concorrentes da Osklen e Havaianas nesse segmento são Animale, Richards, Reserva, Farm e Salinas. Nike, Adidas e Under Armour lideram a concorrência com a Mizuno nesse setor.

No ano de 2019, a companhia atingiu R\$ 3,7 bilhões em receita líquida, representando uma alta de 10% quando comparada ao ano de 2018. Além disso, a margem Ebitda⁸ recorrente e lucro líquido recorrente também cresceram 18,3% e 29,5%, respectivamente, em comparação a 2018.

⁸ Ebitda é uma sigla em inglês para “Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” que significa Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização.

3.3 Marcas: Havaianas, Mizuno e Osklen

Os resultados de desempenho operacional do quarto trimestre de 2019 mostram que as três marcas cresceram 7% em receita líquida no Brasil, sua principal geografia. Tal resultado veio, principalmente, com as vendas *DTC*⁹, com as lojas já existentes e também com o mercado *e-commerce*¹⁰. Nesse mesmo período, quando comparado com o resultado do quarto trimestre de 2018, o número de lojas *monobrand*¹¹ das três marcas aumentou, já o volume de pares e peças vendidas no acumulado do ano de 2019 também foi significativamente superior ao de 2018.

Figura 9 Desempenho por negócio do quarto trimestre e ano de 2019

Brasil						
(unidades)	4T19	4T18	Δ			
Lojas Monobrand - DTC (Direct to Consumer)	566	555	11			
Havaianas	477	464	13			
Osklen	80	77	3			
Mizuno	6	3	3			
(mil pares/peças)	4T19	4T18	Δ (%)	2019	2018	Δ (%)
Volume total	72.251	73.991	-2,4%	224.236	220.362	1,8%
Havaianas (sandálias e extensão de marca)	68.645	70.267	-2,3%	212.899	208.385	2,2%
Osklen (calçados, vestuário e acessórios)	589	578	1,8%	1.773	1.615	9,8%
Mizuno (calçados e vestuário)	1.144	1.119	2,2%	3.316	3.216	3,1%
Outros	1.874	2.026	-7,5%	6.248	7.146	-12,6%

Fonte: Press Release 4TRI de 2019 da Alpargatas S.A.

3.3.1 Havaianas

As Havaianas foram inspiradas nos chinelos de dedo japoneses tradicionais, cujas solas eram feitas de palha de arroz e logo se tornaram parte do dia-a-dia dos brasileiros. Seu nome é inspirado no Havaí dos anos 60, idealizado como lugar dos sonhos por Hollywood. Adicionalmente, a Havaianas patenteou o modelo de chinelo de dedo de borracha em 1966 e nos anos 80 entrou na lista de produtos fundamentais para a vida do brasileiro, conforme instaurado pelo Ministério da Fazenda da época.

⁹ DTC é uma sigla em inglês para “Direct to consumer” e quer dizer diretas ao consumidor.

¹⁰ *E-commerce* é um termo em inglês para comércio eletrônico online.

¹¹ *Monobrand* palavra em inglês que significa “monomarca”.

Sua distribuição internacional teve início por volta de 1999, quando começam a ser distribuídas oficialmente na Espanha, Portugal, Itália, França, Inglaterra, EUA, República Dominicana e Japão.

A Havaianas representa 80% do negócio da companhia, dos quais 59% são do mercado no Brasil e 21% no cenário internacional. A Havaianas, por ser uma marca forte, conhecida e consumida em todo o mundo, pode apresentar uma elasticidade baixa, com poucos produtos substitutos e, ademais, por ser se tratar de um produto não supérfluo, pode ter espaço para um aumento em seus preços, uma vez que os consumidores costumam comprar uma ou duas vezes ao ano, tendo, então, baixa referência de preço.

São diversos os modelos, estampas e cores de sandálias, como por exemplo: Havaianas Slide, You Saint Tropez, Slim Hit, Slim Glittler, Urban Family. Buscando, assim, atingir variados públicos e gostos, feminino, masculino e infantil. Os slogans das suas campanhas publicitárias são bastante conhecidos, “As legítimas”, “Todo mundo usa” e agora “Perfeito para qualquer ocasião”. A primeira, com enfoque no próprio modelo e material, na tentativa de se diferenciar de outros produtos similares e concorrentes, a segunda, com o objetivo de democratizar seu uso para todas as pessoas e, agora, um dos objetivos da companhia é que as sandálias não só possam ser utilizadas por todos, mas também em qualquer ocasião.

De acordo com a apresentação APIMEC¹² da companhia ao final de 2017, o *market share* da havaianas é bastante significativo e a marca vem trabalhando para aumentar o portfólio e a participação nos segmentos masculino e infantil, deixando as tiras das sandálias mais largas, por exemplo e fortalecendo o segmento feminino.

3.3.2 Mizuno

A Alpargatas detém a licença para distribuir e produzir calçados, roupas e acessórios Mizuno desde 1997. A Mizuno é uma multinacional japonesa fundada há mais de 100 anos e que atua na linha de produtos esportivos. Ela nasceu como uma fábrica de produtos ortopédicos, mas logo partiu para o segmento esportivo. No Brasil,

¹² APIMEC é Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais.

tem parte relevante no mercado de calçados de corrida de alta performance. Na parte de vestuário e de coleção global, parte dos produtos é desenvolvida pelo Mizuno CO, já os principais canais de distribuição no Brasil são as lojas especializadas de artigos esportivos e varejo multimarca.

A Mizuno oferece produtos específicos para cada tipo de atleta. No Brasil, foi pioneira na criação de tênis específicos para os tipos de pisada. A Mizuno está sempre em busca de inovação e seus produtos são desenvolvidos com alta tecnologia, além de ser grande patrocinadora de eventos e atletas. Sua linha de calçados no segmento running atua em basicamente três faixas de preços: linha básica, intermediária e performance.

Ao final do ano de 2019, com objetivo de aumentar a experiência do consumidor com a marca e com os produtos, a companhia lançou a primeira *store lab*¹³ equipada com tecnologia de ponta e com *mobile check out*¹⁴, cujo objetivo é eliminar a fricção da experiência de compra e otimizar a experiência do cliente. A unidade é composta por provadores e telas interativas e é possível também realizar teste de biomecânica a partir do *running experience*¹⁵ na esteira.

3.3.3 Osklen

A Osklen é apresentada como uma marca pioneira em sustentabilidade na moda, já que desde 1998, quando lançou a primeira camiseta feita em algodão orgânico, aumentou cada vez mais o uso de matérias primas e processos sustentáveis na fabricação das suas coleções. A marca foi idealizada por Oskar Metsavaht que criou um produto que equilibra o dinamismo urbano e a exuberância da natureza brasileira, unindo sofisticação e despojamento.

A Alpargatas adquiriu parte da marca em 2013, visando o potencial de crescimento local e global no segmento *lifestyle*, atuando no mercado de luxo acessível

¹³ *Store lab* é uma expressão em inglês designada para lojas conectadas com tecnologia e com foco em melhorar a experiência do cliente em todo o processo até a compra do produto.

¹⁴ *Mobile check out* é uma expressão em inglês usada para o modo de pagamento que é feito em qualquer ponto da loja, diretamente com o vendedor, sem a necessidade de enfrentar fila no caixa.

¹⁵ *Running Experience*, em português, é a experiência da corrida.

de design contemporâneo. Hoje, conta com mais de 70 lojas no Brasil e lojas no exterior, como Nova York, Miami, Tokyo, Mykonos, Buenos Aires e Punta del Este. A marca participa desde 2013 da semana de moda de Nova York (NYFW) e há 10 anos desfila na SPFW (São Paulo Fashion Week).

3.4 Pilares Estratégicos no ano de 2019

Ao longo do ano de 2019, a Companhia atuou, principalmente, em quatro pilares estratégicos, Global, Digital, Inovador e de Sustentabilidade. No global, a Alpargatas atua basicamente em quatro mercados, EMEIA que engloba Europa, Oriente Médio, Índia e África, APAC que corresponde a Ásia e Pacífico, LATAM representado por América Latina e, por fim, Estados Unidos.

Na Europa, ao longo de 2019, surgiram novas parcerias, com objetivo de aumentar a participação em canais multimarca e em canais digitais, principalmente no canal DTC e houve também o relançamento do site de *e-commerce*. A melhoria nas lojas físicas e fechamento de lojas que apresentavam baixos retornos foram algumas das novidades em EMEIA. Vale ressaltar a liderança das operações da Índia nessa região, uma vez que possui grande experiência na conquista de novos mercados em outros países.

Em APAC, o número de lojas *monobrand* da Havaianas aumentou junto com um maior foco nas plataformas de *e-commerce* e reestruturação dos principais distribuidores. Na China, o foco operacional passou a ser nas plataformas de *e-commerce*. No EUA, os canais digitais também foram foco de mudança e reestruturação, com destaque para aumento da participação em eventos de varejo como *Cyber Monday*¹⁶, por exemplo. Por fim, na América Latina, o resultado e aumento do número de pontos de venda vieram, principalmente da Colômbia e da Argentina, onde houve uma mudança no modelo de distribuição na qual passou a contar com um distribuidor local.

¹⁶ *Cyber Monday*, em português, Segunda-Feira Cibernética é um evento online que ocorre na Segunda-Feira após o Dia de Ação de Graças nos Estados Unidos, com objetivo de aumentar o número de vendas online.

No pilar digital, a adoção de uma plataforma única de *e-commerce* e remodelação do site havaianas.com foram os principais destaques no ano de 2019. A Companhia visa atuar cada vez mais nesse segmento, tentando entender os desejos dos seus consumidores, contratando especialistas em coleta de dados para que possam ser mais assertivos em suas campanhas nas mídias digitais e em suas estratégias *omnichannel*¹⁷. Ainda nesse segmento, o foco é aumentar a presença da Havaianas, sua principal marca, em pontos de contato digitais com estratégias publicitárias em canais de TV aberta, fechada, redes sociais, contando com influenciadores e conteúdos inovadores.

Store Labs configuram um novo modelo de lojas para Havaianas, Osklen e Mizuno, no qual o objetivo é conhecer melhor o usuário final dos produtos e otimizar suas experiências, com serviços inovadores e painéis digitais interativos. A abertura de lojas próprias da Osklen em plataformas *marketplace*¹⁸ e estratégias de marketing voltada para usuários cadastrados nas plataformas de Mizuno também fizeram parte dos destaques e principais feitos do ano de 2019.

No pilar inovador, o foco foi o lançamento de novos modelos dos produtos das três marcas. O destaque da Havaianas foi com a linha Sparkle que se destacou em todo o mundo e Havaianas Urban e Slide se destacando no segmento masculino. Novas linhas de produtos Osklen também foram lançadas, como a linha Hybrid de design inovador. Já em Mizuno, produtos com novas tecnologias e design foram lançados.

A estratégia sustentável engloba os âmbitos econômico, social e ambiental. O *ranking* do Fashion Revolution, Índice de Transparência na Moda, engloba marcas globais relacionadas a políticas e compromissos, governança, transparência da cadeia de fornecimento e demais assuntos urgentes e Havaianas e Osklen estão entre o top 5. Ademais, por meio do Instituto Alpargatas, a companhia desenvolve atividades e propostas voltadas para direitos humanos, meio ambiente e combate à corrupção.

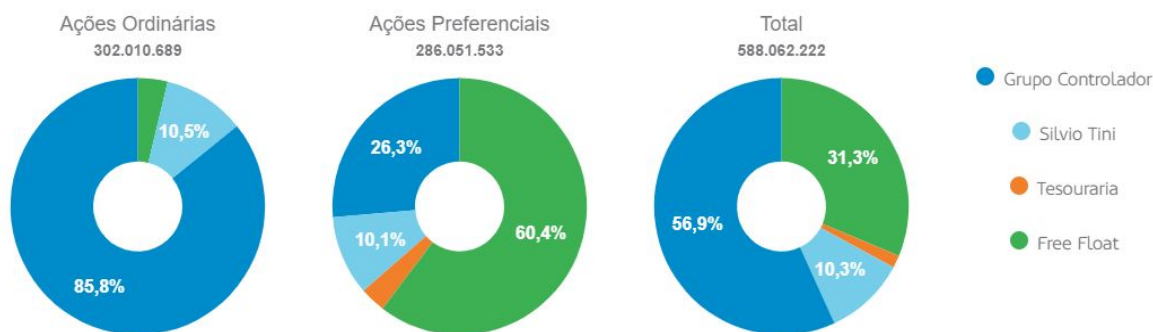
¹⁷ *Omnichannel* é uma expressão em inglês usada no segmento de varejo para a integração das lojas físicas, virtuais com os consumidores finais.

¹⁸ *Marketplace*, em português, são os shoppings virtuais

3.5 Composição Acionária

A Alpargatas é participante do Nível 1 de governança da B3 e suas ações são negociadas sob os códigos ALPA3 (ON) e ALPA4 (PN). Seu capital social é de R\$ 1.500.000.000,00 e representado por 588.062.222 ações nominativas, escriturais e sem valor nominal, sendo 302.010.689 ações ordinárias e 286.051.533 preferenciais. Desse total, 255.183.112 ações pertencem aos acionistas controladores da Companhia - A Itaúsa, a Cambuhy e a Cambuhy Alpa Holding S.A. - responsáveis por 54,24% do capital social total da Alpargatas, sendo 85,78% do capital social votante e 20,95% do total das ações preferenciais. As demais ações em circulação são divididas entre três grandes grupos: Silvio Tini de Araújo, que é presidente controlador da Bonsucex Holding desde 1982 e também membro do Conselho de Administração da Alpargatas S.A., Tesouraria e *Free Float*¹⁹, conforme imagem disponibilizada abaixo pela própria companhia.

Figura 10 Composição Acionária da Companhia



Fonte: Site da Companhia

3.6 Governança Corporativa

Conforme supracitado, a Alpargatas S.A. é participante do Nível 1 de governança da B3, considerando que não é o nível mais elevado, esse fica a cargo do Novo Mercado. Nesse aspecto, as principais regras a serem seguidas pelas empresas listadas nesse segmento é adoção de práticas que favoreçam a transparência e o acesso

¹⁹ *Free Float* é uma expressão em inglês usada para mostrar o percentual das ações de uma empresa que estão em livre circulação na Bolsa de Valores.

às informações pelos investidores, como divulgação de calendário anual de eventos corporativos, por exemplo. Além disso, as empresas devem se comprometer a manter no mínimo 25% das ações em circulação no mercado.

O controle da companhia passou por algumas mudanças ao longo dos anos, já pertenceu ao grupo Camargo Corrêa, J&F investimentos e hoje, pertence a Itaúsa e Cambuhy, cujos donos são representados pelas famílias Moreira Salles e Villela - Setubal.

A Diretoria foi liderada, durante muito tempo, por Márcio Utsch que atuou em diversas lojas de departamento do Brasil, como Gradiente, Casa&Video antes de entrar para a Alpargatas, demonstrando bastante conhecimento e experiência. Permaneceu no cargo de CEO da empresa por quase duas décadas e foi um dos idealizadores da transformação da Havaianas em uma marca global. Em 2019, passou o cargo ao novo CEO Roberto Funari que tem uma experiência de 32 anos atuando no mercado de consumo e também em marcas globais, chegando a atuar em operações em seis países e quatro continentes diferentes.

O Conselho é composto por no máximo 7 membros, cada um eleito para um mandato de 1 ano. No ano de 2018 houve uma mudança significativa na governança da Alpargatas, o Conselho de Administração passou a ter sete membros e foram criados quatro novos comitês, um novo estatuto social e novo acordo dos acionistas. Anteriormente, tinha-se apenas o Conselho de Administração e o Fiscal.

O Conselho de Administração e a Diretoria são responsáveis por exercer a governança da Companhia com apoio do Comitê de Auditoria, órgão de caráter permanente, de acordo com o Estatuto Social. Já a condução dos negócios fica a cargo da Diretoria, composta pelo diretor-presidente e por oito diretores. Os executivos estão alinhados aos interesses dos acionistas, com foco na criação de valor para a Empresa e planos de incentivo de longo prazo como parte da remuneração.

O Conselho de Administração é composto por sete membros, dos quais dois são independentes e eleitos pelos acionistas minoritários ordinários e preferencialistas. Eles são responsáveis por definir a estratégia de longo prazo e os assuntos relevantes para os negócios e operações da companhia, além de escolherem a Diretoria.

A Diretoria é composta por oito membros, sendo um diretor-presidente e sete diretores funcionais. Sua função principal é administrar os negócios e praticar os atos

necessários à condução do objeto social da empresa, além de executar as deliberações do Conselho de Administração. Os diretores estatutários são escolhidos pelo Conselho de Administração e têm mandato de um ano, com a possibilidade de reeleição.

O Comitê de Auditoria, por sua vez, é um órgão de caráter estatutário e permanente, é composto por quatro membros que devem exercer suas funções respeitando os mesmos deveres e responsabilidades atribuídas aos administradores da Companhia.

Em outubro de 2017, foi aprovada a criação dos comitês de Finanças, de Estratégia e de Gente. Eles são órgãos internos de caráter de assessoramento, permanente e não estatutário que possuem funções técnicas e reportam diretamente ao Conselho de Administração da Companhia sendo que suas recomendações não possuem caráter vinculante. Já a Comissão de Ética é um órgão independente, responsável pela Gestão da Ética e Integridade, não possui um regimento interno próprio.

3.7 Vantagem Competitiva

A Havaianas é responsável pela maior parte da receita da Alpargatas, e está enraizada na cultura da população brasileira, afinal, 83% dos brasileiros compram ao menos um par de Havaianas por ano e em 2019, a marca foi responsável por 97% do volume de vendas, considerando operações nacionais e internacionais. Além disso, a marca é voltada a diversos públicos, feminino, masculino e infantil e busca cada vez mais o fortalecimento da marca por meio de campanhas e publicidade.

Em 2007, a companhia adquiriu a marca Dupé, já que em algumas regiões do Nordeste, a marca possuía maior popularidade que a própria Havaianas. Assim, conseguiu penetrar um novo mercado e um público de mais baixa renda, enquanto que a Havaianas continuaria se posicionado como um produto mais *premium*. As sandálias Dupé são produzidas com a mesma borracha da Havaianas, porém com uma densidade mais baixa, o que permite que sejam mais baratas. Seus resultados não costumam aparecer separadamente nos resultados divulgados pela companhia, mas sim juntamente com os resultados da Havaianas.

O processo de expansão da internacionalização teve início em 2007, quando a Alpargatas iniciou as operações da Havaianas nos Estados Unidos e adquiriu parte de

um distribuidor local, o que, de início não foi tão benéfico para a empresa que ficou a mercê do poder de barganha do distribuidor que passou a exigir um preço maior e a distribuição das sandálias em lojas de departamento. Não demorou muito para que a Havaianas iniciasse suas operações na Europa e, dessa vez, com lojas próprias. Nesse mercado, o desafio é lidar com a sazonalidade das vendas naqueles países mais frios, já que nos períodos de outono e inverno, o clima rígido dificulta a utilização de chinelos, restringindo a maior participação da venda de Havaianas apenas para quatro meses do ano e dificultando a redução do custo marginal de manter suas lojas próprias abertas nos demais meses do ano.

Por ser um produto essencial, com boa durabilidade e elasticidade baixa, os consumidores não costumam consumir sandálias todo mês, se por um lado, torna mais difícil o aumento de consumo de pares, por outro, abre espaço para um aumento marginal do seu *ticket* médio. Além disso, o *ticket* médio do par de sandália vendido no exterior é bem maior que no mercado interno. Desse modo, obtém significativo volume de exportações e recebimentos em moeda estrangeira, compensando custo de importações em dólares de produtos acabados e matérias primas.

As sandálias são feitas basicamente de borracha sintética, cujo insumo é originado da cadeia petroquímica e tem como principais componentes o estireno e o butadieno, além de uma mistura de produtos químicos não revelados pela empresa. Sendo assim, grande parte do seu custo de produção advém da borracha de butadieno, conhecida como ESBR 1502, adquirida em sua maioria por fornecedores locais e sua variação de preço é em função da disponibilidade da matéria prima, do preço do petróleo, uma vez que o butadieno é obtido a partir da quebra de sua cadeia e também do preço do dólar. Os fornecedores desse insumo no Brasil são a Arlanxeo e Nitriflex, mas a companhia também conta com fornecedores estrangeiros.

Tendo em vista que o processo de transformação da borracha em sandálias numa escala industrial é muito custoso, as fábricas da Havaianas possuem forte barreiras de entrada. Por conta disso, suas concorrentes, como Grendene, preferem utilizar um material inferior, chamado PVC para produção de sandálias, de modo que podem apresentar custos de fabricação também mais baixos. Ao longo de 2019, a empresa

apresentou uma melhora na gestão de custos e despesas SG&A²⁰, estimulado pelo programa de orçamento base zero, reduzindo alguns gastos e despesas não relacionados a fabricação dos produtos.

A capacidade de produção das suas unidades fabris é bastante elevada, a que está localizada em Campina Grande, por exemplo, é a maior unidade e tem capacidade para produzir 220 milhões de sandálias por ano, mais que o dobro da de Montes Claros. Contudo, nem todas estão operando em suas capacidades máximas, o que aumenta a capacidade ociosa e dificulta a diluição do custo fixo de manter uma fábrica em funcionamento. A Alpargatas também conta com benefícios fiscais como a redução de 75% do IRPJ, dada a localização das suas fábricas que estão instaladas nas áreas da Superintendência de Desenvolvimento do Nordeste - Sudene, estimulando a indústria e emprego dessas regiões.

A empresa tem uma logística de distribuição que atende atacadistas, distribuidores regionais, supermercados e hipermercados, redes e lojas de calçados, multimarcas e lojas exclusivas em todo o Brasil. A distribuição para os mercados interno e externo é feita por meio dos armazéns de distribuição incorporados às plantas fabris. Esses armazéns contam com um sistema tecnológicos de armazenagem e o transporte dos calçados até os pontos de venda é terceirizado e ocorre por meio da cabotagem, enquanto que na Argentina, esse transporte é rodoviário.

Com relação a capacidade de manter e atrair pessoas altamente qualificadas para atuarem na companhia, há um esforço e uma busca contínua para desenvolver profissionais capazes de atuar de maneira efetiva na busca pelos principais objetivos comuns à empresa e sua posição estratégica de liderança.

A Alpargatas busca incessantemente pelo reconhecimento global da sua marca Havaianas, tanto que um dos focos é aumentar sua atuação na Ásia, região que concentra quase a metade da população mundial e onde o uso de sandálias abertas é bastante comum, um dos desafios será evitar réplicas ou cópias de seus produtos. Visando ampliar seu mercado consumidor também no Brasil, a empresa tem investido cada vez mais em campanhas voltadas ao público masculino, com personalização e novos modelos de sandálias e com as tiras mais grossas.

²⁰ SG&A é uma sigla em inglês para Selling, General and Administrative, que em português, significa vendas, geral e administrativas.

O forte investimento em marketing tem como objetivo de criar conexões emocionais com seus consumidores através de atributos emocionais universais, aumentando seu valor intrínseco e sua atuação como marca ícone, se tornando um bem intangível, fidelizando clientes e consumidores que veem oportunidades de estarem cada vez mais conectados com essas marcas. Assim, apesar de se tratarem de marcas de varejo que dependem do fluxo nos shoppings, nas lojas e alta demanda por consumo na economia, a conexão emocional permite criação de valor e deseabilidade, diminuindo sua elasticidade-preço²¹ da demanda.

O investimento em tecnologia tem aumentado, usando dados analíticos e inteligência artificial para entender melhor as tendências e comportamentos do seu mercado consumidor, além da criação de novas *store labs* equipadas com prateleiras interativas, e estoque integrado ao e-commerce, que permite que o cliente compre produtos na loja e receba em casa ou ainda que compre online e retire na loja.

A Havaianas é uma marca muito forte e que se destaca bastante quando comparada às demais do seu portfólio, Mizuno e Osklen. A Mizuno é uma marca conhecida globalmente e está entre as mais conhecidas e líderes quando se trata de calçados esportivos de alta performance. Suas principais concorrentes no Brasil são Adidas, Nike, Asics e Olimpkus e dentre elas, a Nike consegue liderar o *market share*. Um dos diferenciais dos tênis Mizuno é que utilizam da tecnologia de amortecimento Wave, que permite uma boa absorção de impacto e que tem excelente eficácia e durabilidade, adaptando-se a cada tipo de pisada. Contudo, suas concorrentes, além de também investirem pesadamente em tecnologia, possuem uma gama de produtos ainda maior, como outros tipos de tênis para outros esportes e até modelos casuais que vêm sendo bastante utilizados.

A Alpargatas, em 2013, decidiu não só adquirir parte da Osklen, mas também seu processo de internacionalização se posicionando como uma marca de luxo acessível voltada para consumidores tanto de classe média-alta como para os de classe alta. Hoje, possui três lojas próprias localizadas no exterior, duas nos Estados Unidos e uma na Grécia. Se por um lado, a companhia consegue diversificar seu portfólio com marcas que atuam em outros segmentos, como têxtil, pode exigir maior *expertise*²² na gestão

²¹ A elasticidade-preço mede a capacidade de resposta da quantidade demandada ou ofertada de um bem em função da variação do seu preço.

²² *Expertise*, em português, significa especialização.

desses novos negócios, que nem sempre ficam claros nas reuniões e resultados da empresa.

Os desafios e as diretrizes a serem tomadas não só pela Alpargatas, mas pelas demais companhias do setor do varejo como um todo, com o cenário em que o mundo se encontra neste ano de 2020, de pandemia devido ao novo Corona Vírus, serão definitivos para mostrar as forças das suas marcas e suas capacidades de lidar com adversidades, como queda em suas receitas, fechamento de lojas e redução de margens.

3.8 Cenário em 2020

O Covid-19 foi declarado como uma pandemia global pela OMS (Organização Mundial da Saúde), à medida que os casos infectados estavam acelerando exponencialmente ao redor do mundo. Assim, a crise sanitária terá grandes impactos sociais e econômicos. Do ponto de vista das empresas, as varejistas tiveram que lidar com a saúde e segurança dos funcionários e clientes, uma vez que foram adotados planos contingenciais e de distanciamento social, e também que consequentes quedas na demanda e com a flexibilização das suas operações que devem se estabelecer, principalmente, nos canais digitais.

A Alpargatas se adaptou de forma rápida, mostrando que os fundamentos e os compromissos da empresa são fortes e que as prioridades eram apoiar a sociedade, a saúde das pessoas e a saúde dos negócios. Desde o início da crise na China, criaram um comitê estratégico para lidar com os assuntos relacionados ao novo cenário, dentre eles, um comitê de caixa e gestão de capital de giro e um comitê de doações.

A companhia adotou diversas práticas que promoveram o distanciamento social, com a adoção do *home office* em todos os seus escritórios no Brasil e no mundo e reduziram o número de colaboradores fisicamente presentes nas operações de logística e produção. Além disso, adaptaram as linhas de produção para fabricação de produtos específicos para profissionais da saúde, como jalecos, calçados e outros itens. Dessa forma, se firma como uma empresa que possui responsabilidade social e seu comprometimento para com a sociedade.

Em meio à crise, a Alpargata visa expandir as suas dimensões de criação de valor, fidelizando cada vez mais seus clientes, com objetivo de manter receitas

recorrentes, por meio da aceleração da digitalização por meio das vendas online e engajamento dos seus usuários, da globalização, inovação de mercadorias e novos formatos e a também sustentabilidade, uma vez que 40% da borracha das sandálias são reutilizadas e possuem 15% menos pegada de carbono com outros produtos similares de chinelos.

Além disso, logo que a crise começou a se manifestar, a companhia, com estratégias adotadas em seu comitê de crise, buscou preservação de liquidez, por meio da geração de caixa e preservar o ecossistema, desde os fornecedores até os franqueados, reestruturando acordos e termos e orientando no processo de reabertura das lojas.

4 INTRODUÇÃO AO VALUATION E PRINCÍPIOS CONTÁBEIS

4.1 Introdução ao Valuation

O processo de *Valuation* consiste na metodologia usada para estimar o valor real de uma empresa, ou seja, seu valor intrínseco. A partir dessa análise, é possível projetar o preço justo de determinado negócio a fim de definir as melhores estratégias para tomada de decisão de investimentos. O *Valuation*, também conhecido como Análise Fundamentalista, é a ponte que liga os números, diga-se os resultados, à história daquela companhia e da economia real, conectando a análise qualitativa à quantitativa.

A análise qualitativa permite a elaboração de uma tese de investimento, através do monitoramento de mercado, mapeando as qualidades e os riscos potenciais do negócio, identificando quaisquer mudanças que possam afetar o setor em que a empresa está inserida e de que modo as notícias de jornal impactam aquela companhia. Isso, porque as empresas podem ser afetadas por fatores externos, que não necessariamente estão ligados diretamente ao seu negócio.

Por outro lado, por meio da análise quantitativa, é possível analisar os resultados, os indicadores e os múltiplos e, então realizar projeções futuras, adotando algumas premissas que envolvem a subjetividade no julgamento de cada analista. Nesse contexto, é preciso levar em consideração que o conceito de risco para cada investidor depende muito de uma margem de segurança por ele definida.

A margem de segurança pode ser definida como a diferença entre o valor intrínseco de uma ação e o preço máximo que o investidor deveria carregar determinada ação. Tendo em vista que o mercado se torna irracional com frequência, podem surgir grandes oportunidades de investimento e assim, a margem de segurança permite aceitar possíveis erros de análise, piora nos resultados, piora no cenário macroeconômico e também alguns problemas não recorrentes que não façam o investidor trabalhar e tomar decisões fora da sua zona de conforto.

Aswath Damodaran²³, define duas abordagens metodológicas para avaliação de empresas, a avaliação intrínseca e relativa. A primeira delas, parte do pressuposto que o valor intrínseco de um ativo é determinado pelos fluxos de caixa que se serão gerados durante sua vida útil e pelo grau de incerteza a eles associados.

A avaliação relativa, por sua vez, estima o valor do ativo com base nos preços de mercado de ativos semelhantes. Ademais, diversas são as metodologias que podem ser utilizadas para avaliação de empresas. Método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), método dos múltiplos e método de desconto de dividendos são alguns exemplos. Esse trabalho irá utilizar o Método de Fluxo de Caixa Descontado para a Alpargatas S.A., visando encontrar seu valor justo. Para isso, alguns princípios e temas devem ser discutidos anteriormente, como serão apresentados logo abaixo.

4.2 Análises Top-Down e Bottom-Up

Em linhas gerais, a análise fundamentalista utiliza os aspectos econômicos e financeiros de uma companhia para verificar seu potencial de valorização, ou seja, se a empresa tem capacidade de gerar lucro no mercado em que está inserida e levando em consideração suas concorrentes, seus investimentos a serem realizados e também sua capacidade de geração de caixa.

Nesse contexto de avaliação, duas metodologias são muito utilizadas dentro da análise fundamentalista, as análises *top-down* (de cima para baixo) e *bottom-up* (de baixo para cima), cuja principal diferença está na classificação de importância dos fatos que agregam ou destroem o valor das empresas.

A análise *top-down* assume que a performance das ações e o desempenho de uma empresa são influenciados, principalmente, por fatores macroeconômicos, como juros, inflação, perspectiva de crescimento ou recuperação da economia global, entre outros. Desse modo, a análise tem início no entendimento geral da conjuntura macroeconômica, para então, compreender o ciclo econômico atual e adotar premissas com base nesses cenários para realizar as projeções de resultados da companhia.

²³Aswath Damodaran é um professor de finanças da Stern School of Business, na Universidade de New York, onde ensina finanças corporativas e avaliação de ações. É mais conhecido como autor de vários textos acadêmicos e práticos sobre avaliação, finanças corporativas e manejo de investimentos.

A análise *bottom-up*, por outro lado, foca na descoberta do valor intrínseco ou valor justo daquela companhia, utilizando todas as informações disponíveis da empresa, suas linhas de produtos e segmentos de negócios, mesmo que para isso, faça uso de variáveis macroeconômicas. Além disso, considerando que os mercados podem exagerar em suas respostas às notícias inesperadas, por exemplo, a partir da análise *bottom-up* é possível mensurar o potencial impacto real daquele determinado evento no preço da ação.

Ambas as estratégias são complementares, de modo que as variáveis de análise *top down* irão complementar os modelos *bottom-up* e a diferença fundamental está no tempo de reação que, em geral, é mais exacerbado no caso *top down*.

4.3 Contabilidade Básica

Alguns princípios básicos de contabilidade devem ser adotados para que possam sustentar a análise a ser elaborada, são eles: Lei da Entidade, Lei da Continuidade, Lei da Realização de Receita e Despesa, Lei da Moeda Comum e Lei da Objetividade, Consistência e Materialidade.

O primeiro deles é a Lei da Entidade, que reconhece o Balanço Social como objeto da entidade e não deve ser sobreposto por nenhum acionista. Assim, os patrimônios de uma pessoa física não devem se confundir com os das pessoas jurídicas individuais e nenhum acionista deve se sobrepor às assembleias, estatutos sociais e leis.

A Lei da Continuidade assume a hipótese que a empresa viverá para sempre influenciando os valores dos seus ativos e passivos e então deve quantificar os componentes patrimoniais e seus resultados, de modo a constituir e aferir a capacidade futura de geração de resultado.

Já o Princípio da Realização de Receita e Despesa determina o momento em que a receita e despesa devem ser consideradas como realizadas para compor o resultado do exercício social. Ou seja, os processos de venda, custos e despesas associados devem ser realizados inteiramente num mesmo período.

O Princípio da Moeda Comum assume que os balanços divulgados pelas companhias devem ser expressos sempre na mesma unidade monetária, oferecendo

maior consistência aos registros e maior confiabilidade às informações presentes nos relatórios contábeis.

Por último, a Lei da Objetividade, Consistência e Materialidade determina que os balanços sejam padronizados na mesma documentação e com critérios uniformes, enquanto os fatos devem ser materiais e quaisquer fatos não contabilizáveis devem ser retratados em notas explicativas ao fim do balanço.

4.4 Balanço Patrimonial (BP)

O Balanço Patrimonial apresenta as demonstrações contábeis das empresas, onde estão diversas informações relevantes, é como uma fotografia de tudo que a empresa tem como ativo e tudo que ela deve. Desse modo, apresenta a situação financeira e econômica da companhia, o valor dos ativos, dos passivos e da estrutura de capital que financia esses bens e direitos em determinado momento do tempo e não fornece uma percepção qualitativa sobre o futuro da entidade.

O BP pode ser dividido em duas partes: ativos e passivos. As contas do Passivo referem-se à origem do dinheiro (capital próprio ou de terceiros), enquanto as contas do Ativo referem-se ao destino desses recursos.

Um dos princípios básicos dos balanços patrimoniais é que o ativo deve ser igual a soma do passivo com patrimônio líquido. Os Ativos são divididos em circulante e não circulante, de acordo com seus prazos e liquidez. No ativo circulante estão os bens e direitos realizáveis dentro do prazo de até um ano, especificados como caixa, contas a receber, estoques, impostos a recuperar e outros, representando como o capital da empresa está sendo utilizado. No ativo não circulante estão ativos permanentes, cujo prazo de conversão é maior do que um ano, são eles: realizável, investimentos; imobilizados e intangível.

Do lado do passivo, também estão o passivo circulante e não-circulante. No passivo circulante estão as obrigações a serem pagas em até um ano e são representados por obrigações sociais e trabalhistas, fornecedores, impostos a pagar, empréstimos e financiamentos, provisões e outros. Os mesmos representam também o passivo circulante, mas dessa vez, com prazo maior que um ano.

O patrimônio líquido representa o capital dos sócios, é obtido pela diferença entre ativo e passivo. Pode ser especificado como capital social, reservas e lucros acumulados.

Isso leva aos seus preceitos subjacentes ao Balanço de Pagamentos, o primeiro é que a crença no valor patrimonial deve ser a melhor estimativa de valor, já que os custos são considerados como a melhor estimativa de valor de um ativo. O segundo sugere a descrença no Valor de Mercado ou no valor estimado, isso porque o valor de mercado é bastante volátil e manipulável, uma vez que é estimado com base nos fluxos de caixas projetados. O terceiro aborda a preferência por subestimar o valor à superestimá-lo, já que quando há mais de uma estimativa possível a convenção é utilizar a de menor valor.

Os ativos intangíveis do balanço devem ser analisados cautelosamente, alguns exemplos de ativos intangíveis são marcas e patentes, pesquisa e desenvolvimento, propaganda e marketing, *softwares* e outros. Os ativos intangíveis são aqueles que não têm existência física, mas que trazem muito valor para a empresa. Muitas vezes os intangíveis não aparecem especificados no balanço, Propaganda e Marketing, por exemplo, são especificadas como despesas, o valor da tecnologia pode estar nas pessoas e, portanto, saem em forma de salários.

4.5 Demonstrativo do Resultado do Exercício (DRE)

O Demonstrativo de Resultados do Exercício (DRE) apresenta as informações contábeis de uma empresa em um período específico de tempo, apresentando os resultados apurados em relação ao conjunto das operações realizadas pela entidade em um determinado período do tempo. O DRE basicamente discrimina as principais atividades da empresa em receitas, custos, lucros e despesas, o que permite determinar se a companhia apresentou lucro ou prejuízo naquele período e demais informações relevantes.

Alguns preceitos que regem esse demonstrativo são o Regime de Competência e Categoria de Gastos. No Regime de Competência, a receita só deve ser reconhecida quando um bem é, de fato, vendido ou algum serviço é realizado. Na Categoria de Gastos, os gastos devem ser especificados como despesas operacionais que

proporcionam benefício apenas no período em questão, enquanto as despesas financeiras especificam o custo de capital e de terceiros.

O Demonstrativo pode ser analisado verticalmente e horizontalmente e tais metodologias são complementares, permitindo uma análise mais completa. A análise horizontal busca entender como as variáveis se comportam ao longo do tempo, comparando período à período. Já a análise vertical permite decompor os itens em função da receita líquida, de modo a facilitar a comparação dos resultados em anos ou períodos diferentes.

4.6 Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC)

O Demonstrativo de Fluxo de Caixa (DFC) é equivalente a um filme da conta bancária da empresa, acusando tudo o que passou por ali, ou seja, é um controle de entradas e saídas durante um determinado período e por consequência, sua movimentação também. Assim, ele auxilia um melhor controle do fluxo de caixa e na tomada de decisões relacionadas ao futuro da empresa.

É possível separar o DFC em fluxo de caixa operacional, fluxo de caixa de investimento e fluxo de caixa das atividades de financiamento. No primeiro, são especificados o fluxo de caixa líquido das operações depois de impostos, juros, da variação dos ativos e passivos operacionais e antes de despesas como amortização e depreciação. No fluxo de caixa de investimentos são incluídos investimentos e desinvestimentos em ativos reais (Capex) e outras formas de M&A²⁴. Por último, são incluídas as amortizações e emissão de dívidas, emissão de ações e pagamentos de dividendos para chegar ao fluxo de caixa das atividades de financiamento.

²⁴ M&A é uma sigla em inglês para Mergers and Acquisitions, que em português, significa Fusões e Aquisições

5 MÉTODO DE AVALIAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (FCD)

O método de avaliação do fluxo de caixa descontado de uma empresa tem como objetivo determinar o valor justo ou o preço alvo de uma empresa a partir do fluxo de caixa projetado descontado a um tempo e a uma taxa de desconto que reflita o risco associado ao empreendimento. Damodaran define a taxa de desconto como o reflexo do retorno real esperado, a inflação esperada e um prêmio associado a incerteza desses fluxos futuros.

Assim, para determinar o valor presente de uma firma, deve-se entender o valor do dinheiro no tempo, que reflete seu custo de oportunidade ou o seu valor em momentos diferentes de tempo. Dessa forma, é preciso trazer os fluxos de caixa que ocorrem em diferentes momentos a um mesmo ponto no tempo a partir das suas taxas de desconto, para, então somá-los ou subtraí-los, a fim de encontrar o valor presente líquido que pode ser representado pela seguinte equação:

$$V_{PL} = \sum_{n=1}^{n=N} \frac{FC_t}{(1+i)^n}$$

Onde:

VPL = Valor Presente Líquido

FC = Fluxo de caixa

t = momento em que o fluxo de caixa ocorreu

i = taxa de desconto

n = período de tempo

Ademais, quatro elementos são fundamentais para o desenvolvimento dessa metodologia: projeção do fluxo de caixa, determinação da taxa de desconto e a estimativa do valor terminal.

5.1 Projeção do Fluxo de Caixa

A projeção do fluxo de caixa tem como objetivo entender quais as perspectivas de resultados futuros que aquele empreendimento pode gerar. Logo, a partir da projeção, identifica-se a capacidade da empresa de gerir seu caixa, suas atividades operacionais, atividades de financiamento e de investimento.

Pode-se encontrar o preço alvo de uma empresa a partir de dois métodos de fluxo de caixa descontado, a partir do Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE)²⁵ e a partir do Fluxo de Caixa Livre para Firma (FCFF)²⁶. Isso, porque os resultados dos fluxos projetados e as taxas de desconto são diferentes para cada uma dessas metodologias.

O horizonte de projeção dos fluxos de caixa até a sua perpetuidade também é de extrema importância para o bom desenvolvimento do método do Fluxo de Caixa Descontado e o prazo deve ficar a critério de cada analista, contudo, as premissas devem ser justificadas com bom grau de confiança e quanto maior o prazo, mais difícil de sustentá-las. Além disso, a escolha do horizonte de projeção pode variar de acordo com o modelo de negócio, o setor em que está inserido e o grau de previsibilidade de demais variáveis.

5.2 Determinação da Taxa de Desconto

5.2.1 Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas (FCFE)

O Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas mostra o que sobra do caixa da empresa para os sócios e acionistas depois do pagamento de juros aos credores, pode ter como ponto de partida o lucro líquido contábil, uma vez que nesse ponto, o pagamento aos credores já foi contabilizado.

²⁵ FCFE é uma sigla inglesa para o termo Free Cash Flow to Equity, que em português é o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista.

²⁶ FCFF é uma sigla inglesa para o termo Free Cash Flow to Firm, que em português é o Fluxo de Caixa Livre para a Firma.

Figura 11 Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas

Receita Bruta	"Pertence" ao acionista e credor	Dimensão da empresa ou firma
(-impostos)	"Pertence" ao acionista e credor	Dimensão da empresa ou firma
Receita Líquida	"Pertence" ao acionista e credor	Dimensão da empresa ou firma
CVM	"Pertence" ao acionista e credor	Dimensão da empresa ou firma
Lucro Bruto	"Pertence" ao acionista e credor	Dimensão da empresa ou firma
Despesas Operacionais	"Pertence" ao acionista e credor	Dimensão da empresa ou firma
Lucro Operacional	"Pertence" ao acionista e credor	Dimensão da empresa ou firma
Resultado Financeiro	"Pertence" ao acionista e credor	Dimensão da empresa ou firma
Lucro antes do IR	"Pertence" somente ao acionista	Dimensão da companhia
IR	"Pertence" somente ao acionista	Dimensão da companhia
Lucro Líquido	"Pertence" somente ao acionista	Dimensão da companhia

Fonte: Alexandre Póvoa - Valuation Como Precificar Ações

Tendo em vista que o fluxo de caixa para os acionistas refere-se ao capital próprio, a taxa de desconto utilizada nesse método é obtida a partir do custo do capital próprio (K_e), que é a expectativa de retorno dos acionistas sobre a atividade exercida pela empresa. Assim, a tendência é que quanto maior o risco associado ao empreendimento, maior será a taxa de retorno exigida pelos acionistas e, portanto, a taxa de remuneração do capital de terceiros.

Damodaran representa o método do Fluxo de Caixa para o Acionista a partir da seguinte fórmula:

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Equity}_t}{(1+K_e)^t}$$

Onde:

K_e = custo do capital próprio

CF to equity_t = fluxo de caixa para o acionista esperado no período t

n = período de vida da empresa

5.2.1.1 Método de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM)

Dentre os modelos mais utilizados para estimação das taxas de desconto para o acionista, está o CAPM, sigla para *Capital Asset Pricing Model*, conhecido como modelo de precificação de ativos financeiros e desenvolvido por Jack Treynor²⁷, William Sharpe²⁸, John Lintner²⁹ e Jan Mossin³⁰, baseado num trabalho desenvolvido por Harry Markowitz³¹ sobre diversificação e teoria moderna de portfólio.

Algumas suposições devem ser feitas para implementação desse modelo: inexistência de custos de transação, total liquidez de compra e venda nos mercados, simetria de informações no mercado e a possibilidade de diversificação total do risco específico da ação a partir de construção de um portfólio. Desse modo, apenas o risco sistemático ou não diversificável é mais relevante, uma vez que os demais fatores de risco específicos estão neutralizados. Isso, porque o risco diversificável está relacionado aos riscos internos de cada negócio específico que quando agregado a outros negócios é minimizado. Por outro lado, o risco sistemático afeta o mercado como um todo, independentemente da diversificação das carteiras.

Nesse contexto, o risco de mercado pode ser representado pelo índice beta (β) que, segundo Damodaran, é uma medida de risco que gira em torno de 1, ou seja, aquelas ações com beta acima de 1 estão mais expostas ao risco de mercado, enquanto as ações com beta abaixo de 1 estão menos expostas a esse risco.

Outro fator relevante é o prêmio de risco que reflete o diferencial exigido pelo investidor sobre o ativo livre de risco para aplicar seus recursos em renda variável. Em

²⁷ Jack Treynor foi um economista americano que atuou como presidente da Treynor Capital Management em Palos Verdes Estates, Califórnia. Foi editor sênior e membro do Conselho Consultivo do Journal of Investment Management, além de membro sênior do Institute for Quantitative Research in Finance. Ele serviu por muitos anos como o editor do CFA Institute's Financial Analysts Journal.

²⁸ William Forsyth Sharpe é um economista estadunidense. Foi laureado com o Prêmio de Ciências Económicas em Memória de Alfred Nobel de 1990, dividindo-o com Merton Howard Miller e Harry Max Markowitz.

²⁹ John Lintner foi um economista e professor de Harvard americano. Foi um dos co-criadores do Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (MPAF), modelo econômico que é mundialmente conhecido pela sigla CAPM.

³⁰ Jan Mossin foi um economista norueguês. Um dos trabalhos de sua tese de doutorado foi uma contribuição muito importante ao Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM).

³¹ Harry Markowitz é um economista estadunidense. Foi laureado com o Prêmio de Ciências Económicas em Memória de Alfred Nobel de 1990.

geral, a taxa de juros de longo prazo é utilizada como a taxa livre de risco. Logo, o custo do capital próprio é representado pela seguinte equação:

$$E(R_i) = K_e = R_f + \beta_i * [E(R_m) - R_f]$$

$$K_e = R_f + \beta_i * PDR$$

Onde:

$E(R_i)$ = retorno esperado para o ativo i , taxa de desconto do custo de capital próprio

R_f = retorno do ativo livre de risco

β_i = sensibilidade da ação em relação ao risco de mercado

$E(R_m)$ = retorno esperado do mercado

$E(R_m) - R_f = PDR$ = prêmio de risco de mercado

5.2.2 Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)

O Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF), por sua vez, contempla a empresa como um todo, incluindo o capital próprio e de terceiros, ou seja, o fluxo de caixa que deve ser distribuído entre os credores e os acionistas, sob a forma de juros e dividendos. Dessa forma, o FCFF é calculado antes do pagamento das dívidas da companhia e após a realização de todas as despesas operacionais e impostos, a taxa de desconto utilizada para encontrar o valor da empresa é a WACC³², conhecida como custo médio ponderado do capital.

Damodaran representa o Fluxo de Caixa para a Firma a partir da seguinte equação:

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Firm}_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$

Onde:

CF to Firm = fluxo de caixa esperado para a companhia no período t

WACC = custo médio ponderado do capital da firma

n = período de vida da firma

³² WACC é uma sigla inglesa para Weighted Average Cost of Capital, que em português, significa Custo Médio Ponderado do Capital.

5.2.2.1 Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)

O WACC ou custo médio ponderado do capital usado para descontar o fluxo de caixa para firma é obtido com base nas formas de financiamento que a empresa pode ter, reinvestindo seus lucros ou emitindo novas ações (capital próprio) ou quando recorre aos credores (capital de terceiros) contemplando os pesos atribuídos a ambas as partes.

Logo, sua fórmula é representada por:

$$\text{WACC} = K_e * \left(\frac{E}{(D+E)} \right) + K_d * \left(\frac{D}{(D+E)} \right) * (1 - t)$$

Onde:

K_e = custo do capital próprio

K_d = custo da dívida do capital de terceiros

E = valor de mercado da empresa

D = valor de mercado da dívida

$\frac{E}{(D+E)}$ = Fração do capital próprio em relação ao capital total

$\frac{D}{(D+E)}$ = fração do capital de terceiros em relação ao capital total

t = alíquota efetiva de tributação

5.3 Valor terminal ou Perpetuidade

Tendo em vista que é muito difícil projetar os fluxos de caixa de uma empresa para sempre, adota-se, comumente, um limite nos modelos de avaliação, de modo que os fluxos de caixa são projetados por algum período de tempo, geralmente cinco, dez ou quinze anos e a partir de então, calcula-se o valor terminal (ou perpetuidade) da empresa.

Damodaran define duas maneiras legítimas de estimação desse valor, estimando o valor de liquidação dos ativos da empresa, assumindo que serão vendidos no último ano, ou estimando o valor da companhia em continuidade, de maneira que continue em

operação. Esse último método é o que será utilizado para a análise da Alpargatas. Para isso, deve-se assumir uma taxa de crescimento perpétuo e algumas restrições devem ser adotadas:

- A taxa de crescimento da empresa não deve ser mais alta que a taxa de crescimento esperada da economia;
- Os níveis de crescimento convergem para um crescimento estável, de modo que o beta tende a se movimentar para a média do mercado;
- Uma empresa que apresenta crescimento estável deve reinvestir suficiente para sustentar a taxa de crescimento esperada.

Assim, é possível obter o valor presente tanto do fluxo de caixa projetado e do valor da perpetuidade da companhia. Ademais, a taxa de crescimento a ser definida depende de cada empresa e também do setor que está inserida, uma vez que podem apresentar crescimento mais acelerado nos primeiros anos, ou um crescimento a uma taxa constante.

6 VALUATION DA ALPARGATAS S.A.

6.1 Receita

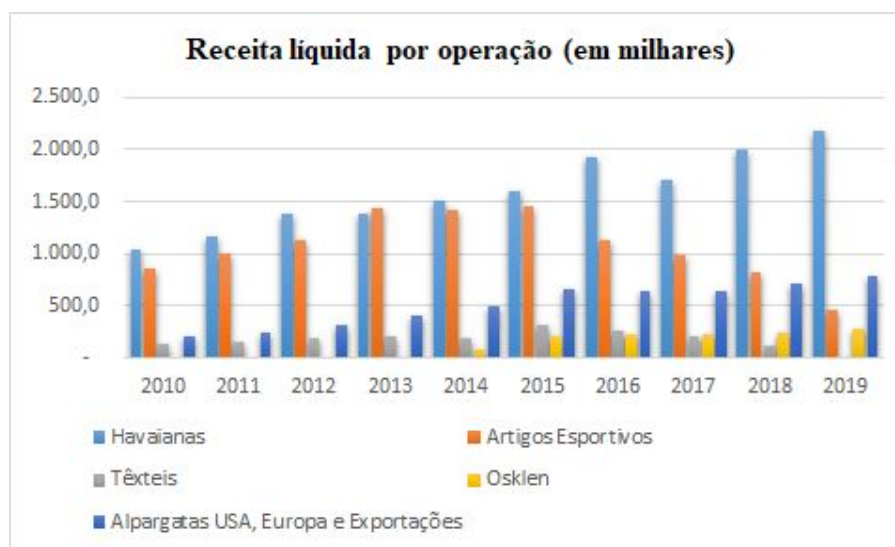
O principal negócio da Alpargatas é a sua marca Havaianas, responsável pela maior parte da receita da companhia ao longo dos últimos anos. A receita pode ser dividida em receita bruta e receita líquida. Enquanto a primeira corresponde à receita total das principais atividades da companhia, a segunda considera as deduções, como devoluções de vendas e impostos cobrados sobre as vendas.

No ano de 2019, a receita líquida da Alpargatas foi de R\$ 3,7 bilhões e apresentou um crescimento de 9,8% em comparação com o ano anterior. Já o crescimento médio dos últimos cinco anos foi de 1,46% com um crescimento acumulado de 7,32%.

Enquanto a receita líquida do seu principal produto, Havaianas, aumentou em média 8,11% ao longo dos últimos cinco anos, a receita líquida de Artigos Esportivos apresentou, também em média, uma retração de 18,68% no mesmo período, com destaque negativo para o resultado de 2019 que teve uma queda de 43,25% quando comparada a 2018.

Por outro lado, a Osklen apresentou um crescimento médio de 41,37% nos últimos cinco anos, porém, esse resultado está relativamente distante da mediana que é de 6,49%. Além disso, o segmento têxtil que era produzido na Argentina foi perdendo sua relevância na receita líquida, até que em dezembro de 2019 concluiu a alienação de sua participação na Alpargatas S.A.I.C Argentina para o Carlos Wizard. Por outro lado, a Alpargatas EUA, Europa e Exportações vem aumentando sua contribuição na receita líquida e apresentou um crescimento médio de 10,18% nos últimos cinco anos.

Figura 12 Receita Líquida por operação

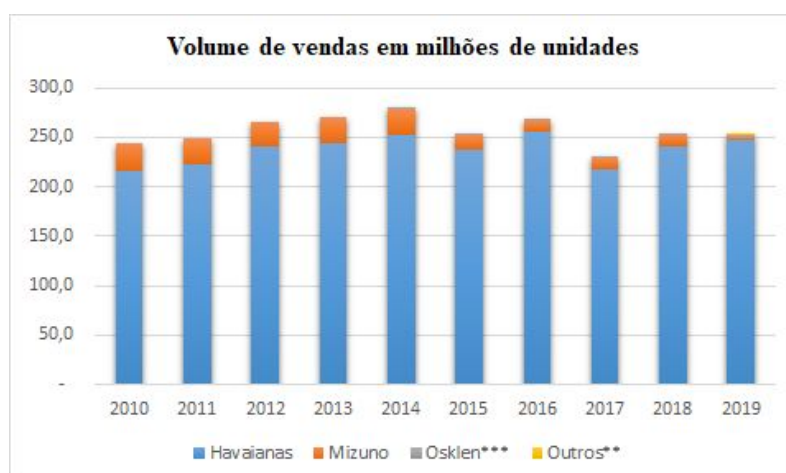


Fonte: Elaboração Própria

Em termos de volume de vendas, no ano de 2019, o volume total apresentou uma redução de 0,59% comparado com 2018 e a média nos últimos cinco anos foi uma queda de 1,55% e pode ser explicado pelas demais operações descontinuadas da companhia nos anos anteriores. O crescimento médio em termos de volume nesse mesmo período foi de 0,01% da Havaianas, uma queda de 27,03% da Mizuno e crescimento de 46,16% da Osklen. Esse último resultado foi o que esteve mais distante da mediana que foi de 0,61%.

Desse modo, pode-se observar que mesmo que o crescimento médio em volume não tenha sido tão expressivo no total consolidado da companhia, a receita líquida obtida apresentou um crescimento médio de 8,11% nos últimos cinco anos. O que pode ser explicado pelo aumento do preço médio dos seus produtos no geral e também em decorrência da expansão no volume e na receita das operações de Havaianas no Brasil e Internacional.

Figura 13 Volume de Vendas em milhões de unidades



Fonte: Elaboração Própria

Os resultados do primeiro trimestre de 2020, em geral, não foram muito positivos, em decorrência dos efeitos da pandemia do novo coronavírus em suas operações em todo o mundo. A receita líquida no primeiro trimestre deste ano apresentou uma queda de 8,8% em relação ao mesmo período de 2019, pela redução de receita em todos os negócios no Brasil (Havaianas Brasil, Mizuno e Osklen), e também em Havaianas Internacional.

Contudo, à medida que as operações e as lojas físicas voltarem a abrir em decorrência da abertura gradual do comércio na Europa, China, Índia e demais países, há uma projeção de recuperação para o segundo e terceiro trimestre, levando também em conta que no meio do ano inicia o período de férias de verão no hemisfério norte e que o consumo de sandália nessas regiões ainda é sazonal e, em geral, aumenta nesse período.

Figura 14 Receita Líquida

Receita Líquida

R\$ milhões	1T20	1T19	Δ (%)
Receita Líquida	747,0	819,0	-8,8%

Fonte: Press Release da Companhia 1T2020

Para projetar a receita, algumas premissas foram adotadas com base no Relatório Focus que é divulgado pelo Banco Central do Brasil semanalmente. Nele, estão as projeções para alguns indicadores, como crescimento do PIB brasileiro, SELIC e IPCA até 2024. Para os anos seguintes, a projeção foi feita com base no ano anterior.

Para o crescimento do PIB Mundial, foram utilizadas as projeções realizadas pelo FMI³³ até 2022 e a partir de então, foi feita uma média dos últimos cinco anos. Para a inflação americana até 2021, os dados foram obtidos do Statista³⁴, e para os anos seguintes, foi utilizada a inflação do ano anterior.

Figura 15 Projeção das premissas macroeconômicas

Premissas Macro	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Cres PIB Brasil %	1,32%	1,14%	-6,52%	3,49%	2,57%	2,46%	2,41%	2,41%
Cres PIB Mundial %	3,60%	2,90%	-3,00%	5,80%	2,33%	2,33%	2,07%	1,99%
SELIC %	6,40%	5,94%	2,07%	3,21%	5,01%	5,76%	5,83%	6,00%
Inflação BR - IPCA %	3,75%	4,31%	1,62%	3,11%	3,43%	3,40%	3,36%	3,36%
Inflação US %	2,44%	1,81%	0,62%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%

Fonte: Boletim Focus, FMI, Statista e elaboração própria

A projeção da receita líquida foi realizada a partir do preço médio dos produtos e do volume de vendas. A projeção do preço médio das operações nacionais cresce em linha com a inflação brasileira projetada para o mesmo período, enquanto que as demais operações internacionais crescem em linha com a inflação americana

A projeção do volume das vendas das operações nacionais de Havaianas e Osklen cresce em linha com o crescimento do PIB brasileiro. Como Mizuno vem perdendo espaço e margem, o crescimento projetado foi obtido a partir da média dos últimos três anos. Já a projeção do volume das operações internacionais cresce em linha com o crescimento do PIB mundial, uma vez que o setor depende da renda dos seus consumidores. Assim, a projeção da receita líquida é obtida.

³³ Fundo Monetário Internacional.

³⁴ O Statista é um portal online alemão para estatísticas, que disponibiliza dados coletados por institutos de pesquisa de mercado e de opinião e dados derivados do setor econômico e estatísticas oficiais disponíveis em inglês, francês, alemão e espanhol.

Figura 16 Projeção do preço médio de vendas

Preço médio de venda (R\$ milhares / MM)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Operações Nacionais	241.184,08	308.746,36	313.748,05	323.505,61	334.601,86	345.978,32	357.603,19	369.618,66
Havaianas	9.351,70	9.949,16	10.110,33	10.424,76	10.782,33	11.148,93	11.523,54	11.910,73
% variação	2%	6%	2%	3%	3%	3%	3%	3%
Mizuno	79.945,69	139.396,87	141.655,10	146.060,57	151.070,45	156.206,85	161.455,40	166.880,30
% variação	-10%	74%	2%	3%	3%	3%	3%	3%
Osklen	151.886,69	159.400,33	161.982,62	167.020,28	172.749,07	178.622,54	184.624,26	190.827,63
% variação	5%	5%	2%	3%	3%	3%	3%	3%
Operações Internacionais	36.057,84	27.270,91	27.439,99	28.054,65	28.683,07	29.325,57	29.982,47	30.654,07
% variação	3%	-24%	1%	2%	2%	2%	2%	2%

Fonte: Elaboração Própria

Figura 17 Projeção do volume físico de vendas

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Volume físico de vendas [milhões]	254,60	253,09	237,35	238,97	239,75	240,48	241,14	241,78
Operações Nacionais	220,36	224,24	209,35	209,35	209,35	209,35	209,35	209,35
Havaianas	213,60	219,15	204,86	212,01	217,46	222,81	228,18	233,68
% variação	14,3%	2,6%	-7%	3%	3%	2%	2%	2%
Mizuno	5,15	3,32	2,84	2,43	2,08	1,78	1,52	1,30
% variação	-11,3%	-35,6%	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%
Osklen	1,61	1,77	1,66	1,72	1,76	1,80	1,85	1,89
% variação	0,6%	10,2%	-7%	3%	3%	2%	2%	2%
Operações Internacionais	34,24	28,86	27,99	29,61	30,40	31,12	31,79	32,42
Havaianas	27,25	28,09	27,25	28,83	29,59	30,30	30,95	31,56
% variação	-10%	3%	-3%	6%	3%	2%	2%	2%
Outros	6,99	0,76	0,74	0,78	0,81	0,82	0,84	0,86
% variação	3%	-89%	-3%	6%	3%	2%	2%	2%

Fonte: Elaboração Própria

Figura 18 Projeção da receita líquida por segmento

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Receita Líquida por segmento	3.380.217,59	3.712.183,53	3.528.470,33	3.702.462,40	3.863.032,77	4.039.632,21	4.223.951,03	4.355.338,58
Operações Nacionais	2.653.400,15	2.925.219,82	2.760.398,48	2.871.639,69	2.991.174,60	3.126.958,07	3.270.812,01	3.361.410,91
Havaianas	1.997.528,74	2.180.330,43	2.071.191,28	2.210.137,96	2.344.694,50	2.484.054,70	2.629.396,14	2.783.241,48
% variação	16,9%	9,2%	-5%	7%	6%	6%	6%	6%
Mizuno	411.372	462.205	401.943,49	354.663,74	313.916,63	277.770,34	245.691,07	217.316,59
% variação	-20,3%	12,4%	-13%	-12%	-11%	-12%	-12%	-12%
Osklen	244.499	282.684	287.263,70	306.837,99	332.563,47	365.133,03	395.724,80	360.852,84
% variação	5,7%	15,6%	2%	7%	8%	10%	8%	6%
Operações Internacionais	1.234.609,76	786.947,58	768.071,85	830.822,71	871.858,17	912.674,14	953.139,02	993.927,67
% variação	-5,2%	-36,3%	-2%	8%	5%	5%	4%	4%

Fonte: Elaboração Própria

A receita bruta inclui os descontos da receita, como devoluções e abatimentos e impostos sobre vendas. O percentual projetado das deduções foi a média dos últimos três anos.

Figura 19 Projeção da Receita Bruta

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Receita bruta	4.010.564,00	4.362.428,00	4.255.081,34	4.464.132,20	4.648.763,52	4.845.285,46	5.054.504,07	5.156.004,64
% variação	-10,7%	8,8%	-2%	5%	4%	4%	4%	4%
Descontos da receita	(630.347,0)	(650.244,0)	614.783,06	644.987,17	671.663,09	700.056,99	730.285,33	800.666,06
% sobre Receita Bruta	-15,7%	-14,9%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-16%

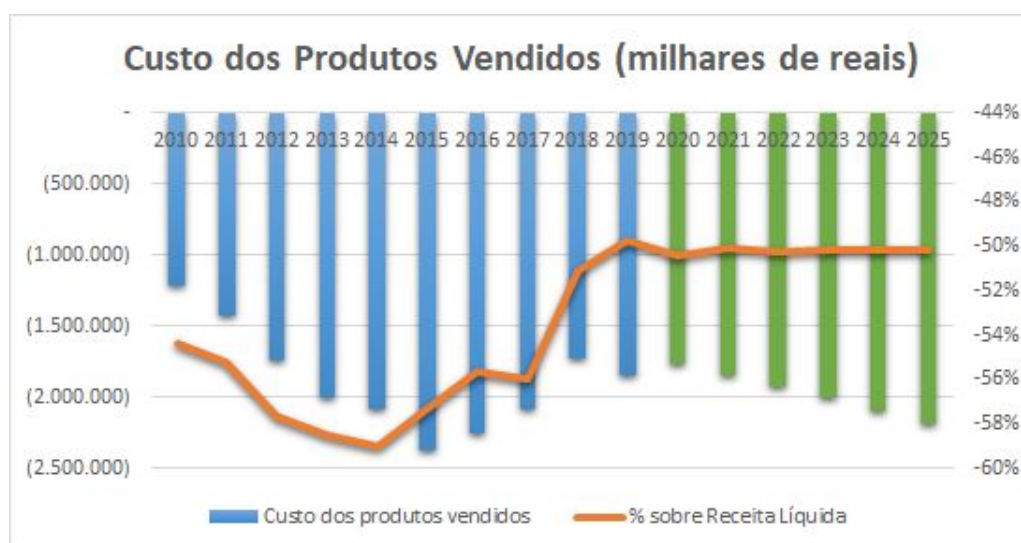
Fonte: Elaboração Própria

A companhia tem como um dos pilares estratégicos de crescimento, expandir a marca Havaianas nos Estados Unidos, Europa, China e Índia, além da expansão de novos segmentos através de inovação e desenvolvimento de soluções de sustentabilidade. Ou seja, apesar de já ser uma marca muito forte e consolidada no Brasil, ainda tem margem de expansão em outras regiões e segmentos.

6.2 Custos e Despesas

Os custos dos produtos vendidos correspondem aos gastos envolvidos na produção dos produtos, como mão de obra, insumos e estoque. Em 2019, esse valor correspondeu a 49,71% da receita líquida, enquanto que em 2018 representou 51,07%. A projeção desse custo foi feita com base na média dos dois últimos dois anos como percentual da receita líquida.

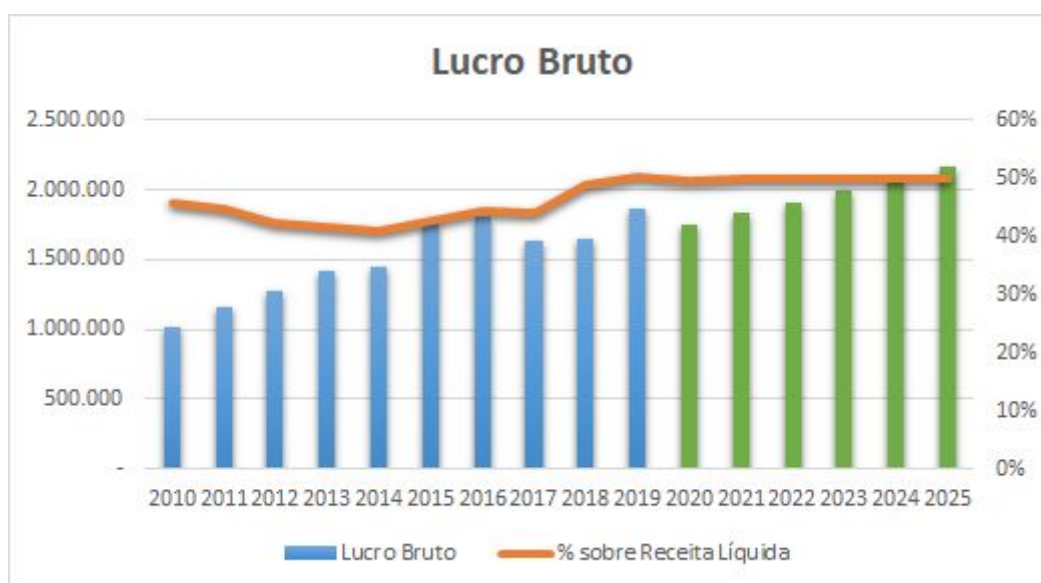
Figura 20 Projeção do Custo dos Produtos Vendidos



Fonte: Elaboração Própria

Nesse contexto, o Lucro Bruto é obtido ao subtrair o custo das mercadorias vendidas da receita líquida. A margem bruta, por sua vez, é resultado da divisão do lucro bruto sobre receita líquida e aumentou 1,4 pontos percentuais em 2019 comparada ao ano anterior. Além disso, sua projeção é também resultado das projeções dos custos produtos vendidos e da receita líquida.

Figura 21 Projeção do Lucro Bruto



Fonte: Elaboração Própria

As despesas com vendas incluem fretes, propaganda, marketing, comissões, royalties e licenças representaram R\$ 1,1 bilhão em 2019 e corresponderam a 29,3% da receita líquida, uma redução de 1,4 pontos percentuais em relação ao acumulado de 2018. Já as despesas gerais e administrativas representaram 5% da receita líquida no ano de 2019, totalizando R\$ 186,8 milhões. Comparado com o mesmo período de 2018, apresentou uma redução de 0,4 pontos percentuais. Os resultados mostram o compromisso da Companhia em projetos voltados para redução das despesas e melhor administração dos recursos e também

6.3 Depreciação e Amortização

A depreciação corresponde ao desgaste anual dos ativos imobilizados de uma empresa. Assim, é apresentado no DRE de modo a registrar a redução do valor dos bens pelo desgaste natural ou até mesmo obsolescência. A depreciação entra como um custo operacional e contribui para a redução do lucro tributável, pois reflete a perda de valor de um bem da empresa e que não resulta em saída de caixa.

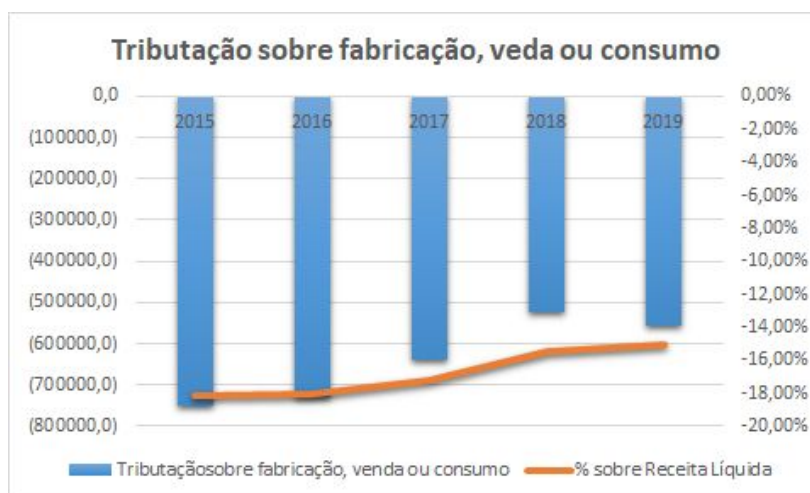
A amortização, por sua vez, está relacionada ao valor amortizável de um ativo intangível com vida útil definida e que, portanto, deve ser amortizado durante o seu período de utilização.

Os valores projetados para esses indicadores foram como percentual da receita líquida do último ano, uma vez que esteve bem próximo da média dos últimos dez anos.

6.4 Tributação

As receitas sobre vendas estão sujeitas a incidência de tributação e incentivos fiscais concedidos pelos governos estaduais. A Alpargatas que tem fábricas localizadas na Paraíba, Pernambuco e Minas Gerais, possui incentivos de ICMS³⁵ nos moldes da Lei Complementar nº 160/17 válidos até 2032 e subvenções federais válidas até 2027.

Figura 22 Tributação sobre fabricação, venda ou consumo



Fonte: Elaboração Própria

³⁵ ICMS é a sigla para Imposto sobre circulação de mercadorias e serviços.

Para obter o Lucro líquido, é necessário descontar a provisão de Imposto de Renda e CSLL³⁶. Sendo assim, até 2024, foi projetada uma alíquota de 26,06% sobre o Lucro antes de Impostos, a mesma do ano anterior e na perpetuidade, em 2025, a alíquota de 34% que o padrão aqui no Brasil.

6.5 EBIT e EBITDA

O EBIT, em inglês, “Earning Before Interest and Taxes”, significa “Lucro antes de Juros e Impostos” e como o próprio nome sugere, demonstra o lucro da firma antes das despesas com juros e impostos. Esse indicador fornece uma visão sobre os resultados operacionais da firma, pois desconsidera as despesas com impostos e com juros.

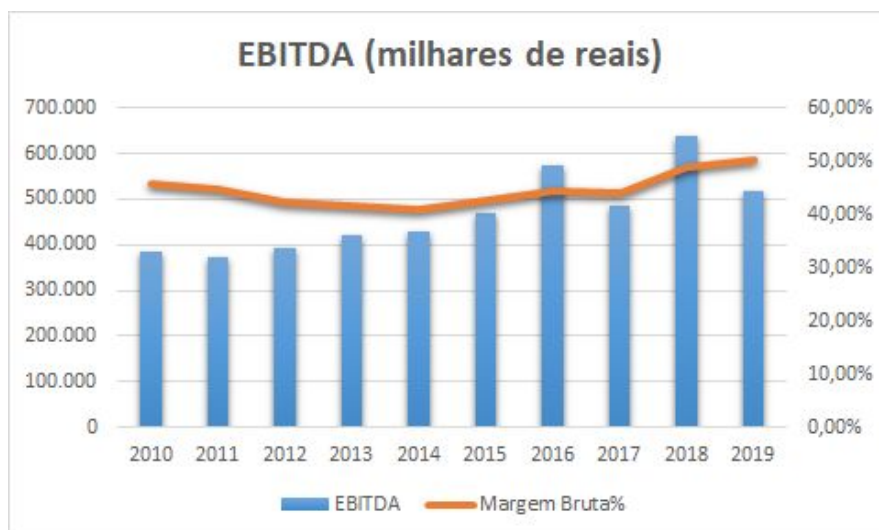
Por outro lado, o EBITDA, em inglês, “Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization”, quer dizer Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização. Portanto, o resultado líquido é somado às despesas com depreciação e amortização dos ativos intangíveis e permite identificar o potencial de geração de caixa da companhia.

Além desses indicadores, é possível medir a margem Ebit e a margem Ebitda, definidas como percentual resultante da divisão entre esses indicadores e a receita líquida. Assim, é possível comparar a lucratividade operacional de empresas do mesmo segmento ou sua evolução ao longo dos anos.

O Ebitda da Alpargatas apresentou uma redução de 19% em 2019 comparado com o ano anterior, enquanto a margem bruta, que mostra o quanto a empresa retém de lucros depois de deduzir todos os custos com a produção e prestação de serviços, aumentou 1,37 p.p.

Figura 23 EBITDA da Alpargatas

³⁶ CSLL é a sigla para Contribuição Social sobre o Lucro Líquido.



Fonte: Elaboração Própria

Outro indicador relevante de mercado é o EV/EBIT que demonstra a razão entre o “Enterprise Value” que por sua vez é o valor da empresa ou quanto ela valeria se fosse liquidada, e o Ebit da companhia, ou seja, quantas vezes o Ebit a empresa está sendo negociada em relação ao seu EV. Ao final de 2019, essa métrica representava 40x o Ebit. Esse indicador pode ser usado para analisar relativamente empresas do mesmo segmento e também a evolução ao longo do tempo e, em geral, quanto menor esse valor, mais barata a ação está sendo negociada em relação ao Ebit.

6.6 Capital de Giro

O capital de giro é todo o capital que compõe a reserva de recursos de uma empresa que deve ser utilizada para financiar clientes, manter estoques, pagar fornecedores, impostos, salários e outros custos e despesas operacionais necessários para fazer com que os negócios principais aconteçam.

Para o cálculo do capital de giro, basta somar as contas a receber e estoques de curto prazo e deduzir os fornecedores a serem pagos também no curto prazo. Esses itens do balanço foram projetados como percentual médio da receita líquida nos últimos quatro anos.

Figura 24 Projeção do Capital de Giro

Capital de Giro	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Capital de Giro/ Receita Líquida	37,09%	32,53%	32,75%	33,80%	34,04%	33,28%	33,47%	33,65%
Contas a Receber/ Receita Líquida	28,77%	23,79%	25,01%	25,52%	25,77%	25,02%	25,33%	25,41%
Estoques/Receita Líquida	21,61%	18,18%	18,66%	19,31%	19,44%	18,90%	19,08%	19,18%
Fornecedores/Receita Líquida	13,29%	9,44%	10,92%	11,02%	11,17%	10,64%	10,94%	10,94%

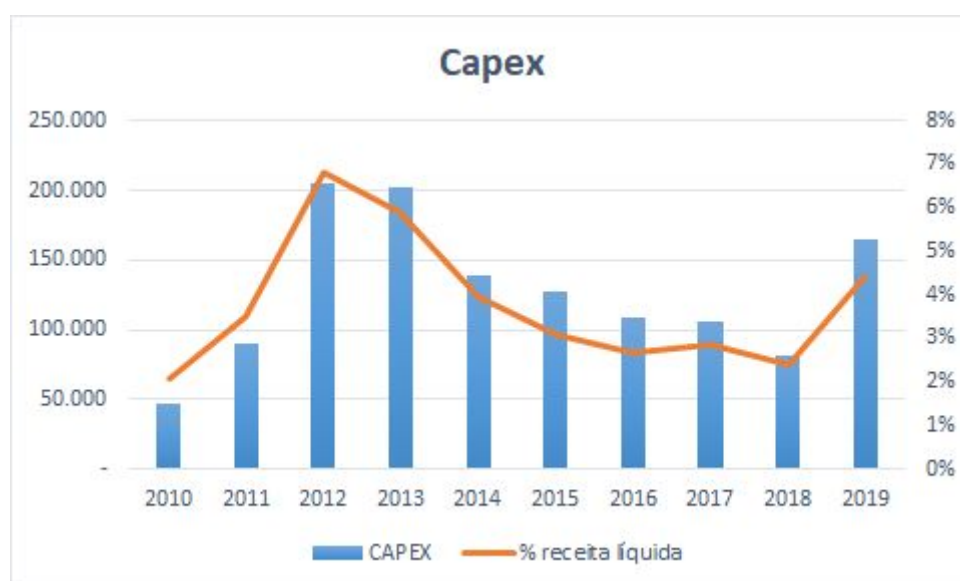
Fonte: Elaboração Própria

6.7 Capex

Capex é a sigla para expressão inglesa “Capital Expenditures”, que pode ser definida como despesas de capital, ou seja, o montante de dinheiro que uma empresa aloca para compra de bens de capital para manter ou até expandir suas operações. Como o negócio da Alpargatas é pouco intensivo em bens de capital, o Capex como percentual da receita líquida se manteve mais ou menos constante nos últimos anos. Contudo, em 2019 apresentou um sobressalto, uma vez que foram realizadas manutenções das operações e ocorreu a expansão das operações de varejo e projetos de ganho de eficiência fabril e de *supply chain*³⁷.

Desse modo, a projeção foi feita como percentual da receita líquida médio dos últimos cinco anos.

Figura 25 Capex da Alpargatas



Fonte: Elaboração Própria

³⁷ Supply Chain, em português, significa cadeia de suprimentos.

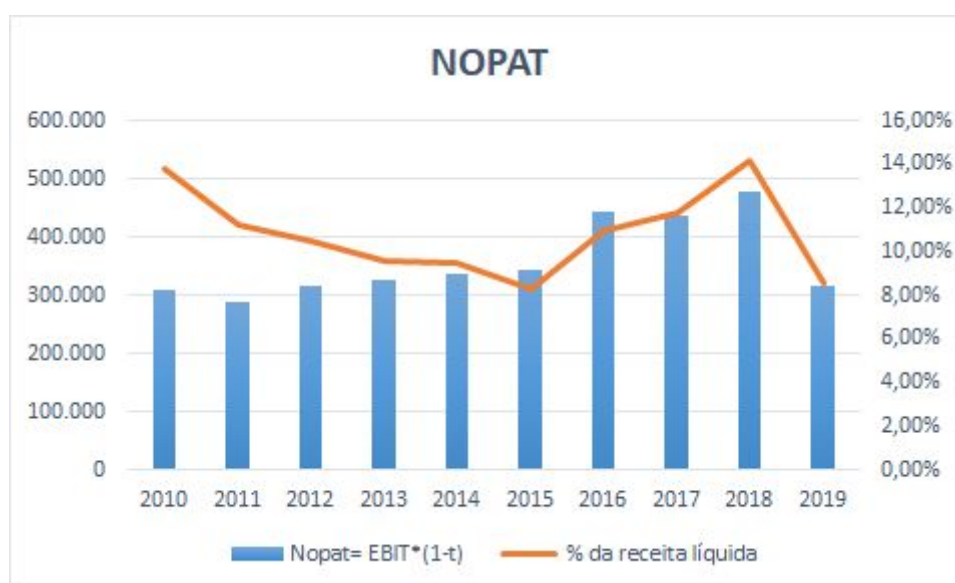
6.8 NOPAT

O NOPAT é a sigla para “Net Operating Profit After Taxes” que quer dizer lucro operacional líquido depois dos impostos e é um indicador que mostra o resultado do processo operacional da companhia a fim de determinar se o negócio é lucrativo.

A fórmula para o cálculo do NOPAT é a seguinte: $\text{NOPAT} = \text{Ebit} * (1 - \text{impostos})$. No caso da Alpargatas, o NOPAT não apresentou um crescimento constante nos últimos cinco anos e a média foi de 1,24%.

Por outro lado, seu percentual com relação a receita líquida apresentou um crescimento nos últimos cinco anos, até que em 2019 sua margem caiu 5,64 pontos percentuais, impulsionado pela queda do Ebit neste ano.

Figura 26 NOPAT



Fonte: Elaboração Própria

6.9 Taxa de Desconto

Para encontrar o valor justo das ações de uma empresa através do Fluxo de Caixa para Firma, é preciso encontrar o valor presente desse fluxo de caixa utilizando

uma taxa de desconto, que nesse caso será o WACC, custo médio ponderado do capital e que representa o custo de capital utilizado em uma análise de retorno esperado.

Algumas variáveis estão envolvidas no cálculo dessa taxa de desconto, são elas o custo do capital próprio (K_e), custo da dívida (K_d), valor de mercado do patrimônio e da dívida da empresa e o percentual que representam do seu financiamento total.

O cálculo do custo do capital próprio é obtido a partir do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), ou Modelo de Precificação de Ativos Financeiros. Para a taxa livre de risco, o valor a ser utilizado é de 6% baseada na taxa Selic projetada para o ano de 2023, de acordo com o relatório Focus do dia 12 de junho de 2020. Embora a taxa DI possa ser utilizada, uma vez que é referência da renda fixa brasileira, ela é muito próxima da taxa Selic que por sua vez apresenta uma maior previsibilidade pelo mercado, ancorado nas expectativas e no nível de confiança do Banco Central.

Para o coeficiente Beta de mercado, o valor é de 0,76 e foi obtido pelo Bloomberg³⁸. Esse índice mede a sensibilidade da ação em relação ao risco de mercado, ou seja, a correlação entre o retorno de mercado e o retorno da ação.

Para o prêmio de risco foi utilizado o EMBI+ que é um índice baseado nos títulos de dívida emitidos pelos países emergentes e elaborado pelo J.P. Morgan, empresa que atua na área de serviços financeiros e de grande notoriedade internacional. O valor divulgado no dia 12 de junho de 2020 no Ipeadata³⁹, corresponde a 384 pontos base.

Desse modo, a partir da fórmula seguinte, o custo do capital próprio foi de 8,92%.

$$K_e = R_f + \beta_i * PDR = 6\% + 0,76 * 3,84 = 8,92\%$$

Onde:

K_e = retorno esperado para o ativo i , taxa de desconto do custo de capital próprio

R_f = retorno do ativo livre de risco

³⁸ A Bloomberg L.P. é uma empresa de tecnologia e dados para o mercado financeiro e agência de notícias operacional em todo o mundo com sede em Nova York.

³⁹ IPEA é o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. É uma fundação pública federal vinculada ao Ministério da Economia

β_i = sensibilidade da ação em relação ao risco de mercado

PDR = prêmio de risco de mercado

Para o custo de capital de terceiros, foi utilizado 104,2% do CDI, valor divulgado pela própria companhia na demonstração de resultados de 2019 para empréstimos e financiamentos via Debêntures. Assim, o custo de capital de terceiros utilizado na projeção é de 2,24%.

Por fim, resta calcular a proporção entre endividamento e patrimônio líquido e também entre capital de terceiros e patrimônio líquido. Como a companhia apresenta uma dívida líquida negativa de - 4,75% em relação ao patrimônio líquido, ou seja, possui um caixa líquido positivo, 104,75% da estrutura de capital da empresa é representada pelo capital de terceiros.

A alíquota de IR utilizada foi 26,08% referente a alíquota de 2019. Portanto, com esses valores, tem-se um WACC de 9,26%, obtido pelo seguinte cálculo.

$$WACC = Ke * \left(\frac{E}{D + E} \right) + Kd * \left(\frac{D}{D + E} \right) * (1 - t)$$

$$= 8,92 * 104,75\% + 2,24\% * (- 4,75\%) * (1 - 26,08\%) = 9,26\%$$

6.10 Fluxo de Caixa para Firma

Com os dados anteriores já calculados, é possível projetar o Fluxo de Caixa Livre para Firma nos próximos cinco anos e na perpetuidade, que neste trabalho irá ocorrer em 2025 e então, trazê-los a valor presente pelo WACC.

Considerando que a empresa continuará existindo depois desse período, foi estimado o valor da companhia em continuidade, assumindo uma taxa de crescimento de 2,4%, que representa a projeção do PIB para o ano de 2025.

Figura 27 Fluxo de Caixa para a Firma

Fluxo de Caixa para a Firma	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	541.233	429.050	506.808	528.189	509.096	563.746	578.108	598.101
Alíquota de IR	-11,4%	-26,085%	-26,08%	-26,08%	-26,08%	-26,08%	-26,08%	-34,00%
Nopat= EBIT*(1-t)	479.522	317.134	374.608	390.413	376.300	416.695	427.310	442.088
Depreciação e Amortização	97.224	86.893	103.134	154.478	150.570	144.541	146.945	144.481
-CAPEX	-80.795	-164.481	108.229	121.570	138.246	133.094	142.267	150.229
-Δ Capital de Giro	-31.570	46.197	58.285	95.337	60.707	24.715	65.246	70.174
=FCFF	464.381	285.743	427.799	327.985	327.916	403.427	366.743	366.166
Perpetuidade								5.471.822
=FCFF Total			15.323.768	327.985	327.916	403.427	366.743	5.837.988

Fonte: Elaboração Própria

6.11 Valor justo da Alpargatas S.A.

Assim, descontando os Fluxos de Caixa futuros a uma taxa de desconto, é possível chegar ao valor justo da Alpargatas e dividir esse valor pelo número de ações da empresa em circulação para definir o preço justo de uma ação.

Figura 28 Resultados da Pesquisa

Valor da Firma	R\$ 4.405.582,30
Valor do Equity	R\$ 4.704.784,28
Nº de ações	588.061
Target Price	R\$ 8,00
Preço Atual	R\$ 27,30
Upside/Downside	-70,7%

Fonte: Elaboração Própria

Tendo em vista que a Alpargatas possui ações ordinárias e preferenciais, o número de ações utilizado foi equivalente a soma das suas quantidades e para o preço atual, uma média da cotação das duas classes. Desse modo, como elas estão sendo negociadas a um preço médio de R\$27,30 e que o valor justo encontrado foi de R\$8,00, quer dizer que as ações da Alpargatas estão sobrevalorizadas.

7 CONCLUSÃO

Neste trabalho, foi desenvolvida uma análise qualitativa da Alpargatas S.A., visando entender seus pilares de posicionamento estratégico dentro do setor e do contexto macroeconômico em que está inserida aliada à uma análise quantitativa dos seus resultados históricos, com objetivo de encontrar o seu preço justo.

Assim, pode-se destacar que a Alpargatas é uma empresa que existe há mais de cem anos e possui marcas fortes e consolidadas, principalmente a Havaianas, sua principal marca que vende o espírito de verão felicidade e liberdade. A Havaianas vem crescendo não só no Brasil, mas ganhando espaço em outros países e regiões como Estados Unidos, Europa, Ásia e Oceania. A Osklen, por sua vez, está dentro das marcas do novo luxo e combina design, sustentabilidade e ética. A Mizuno, sua marca voltada para atletas, perdeu espaço nos últimos anos, devido a sua concorrência acirrada com demais marcas como Nike e Adidas, mas ainda é bastante significativa para companhia.

Do mesmo modo, a Alpargatas, ao longo da sua jornada, construiu marcas líderes que transitam nos canais tradicionais e digitais e que têm como objetivo personalizar cada experiência com seu público, seja através de campanhas publicitárias ou até mesmo em suas *store labs*. Nesse sentido, a Alpargatas possui um bem intangível emocional bastante forte em função do poder das suas marcas e de suas campanhas.

Outro fator relevante é sua capacidade de adaptabilidade, uma vez que se mostrou capaz de se adaptar a diversos cenários e mudanças ao longo dos anos, com destaque para o início de 2020 que foi marcado pela pandemia do novo coronavírus. A empresa logo criou um comitê estratégico de crise, um comitê de caixa e capital de giro, comitê de doações e relações governamentais, lidando não só com a saúde dos seus colaboradores e do seu negócio, mas também com profissionais de saúde e comunidades carentes locais.

Do ponto de vista da análise quantitativa e do processo de *valuation*, foi preciso definir alguns conceitos e modelos existentes para selecionar o mais adequado para a análise, que no trabalho em questão foi o método de Fluxo de Caixa Descontado. Sob a adoção de algumas premissas macroeconômicas, como crescimento do PIB brasileiro e mundial, inflação e taxa de juros, foi feita a análise e projeção dos resultados do seu balanço de pagamentos, do fluxo de caixa e do demonstrativo de resultados para

projetar os fluxos de caixa futuros esperados e trazê-los a valor presente por meio de uma taxa de desconto.

Considerando as premissas e metodologia adotadas, o preço justo encontrado foi de R\$ 8,00, enquanto que a cotação no momento da análise estava em R\$ 27,30. Desse modo, observou-se que as ações estavam sendo negociadas a um valor acima do seu preço justo, sugerindo um momento ideal para venda das mesmas, já que apresenta um potencial de desvalorização de 70,7% do seu valor.

Ademais, é preciso levar em conta que as decisões de investimento devem ser de responsabilidade do investidor e este deve estar atento aos novos resultados divulgados pela empresa, as novas projeções de variáveis macroeconômicas e setoriais, uma vez que podem afetar o desempenho da companhia e o seu preço alvo.

8 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- DAMODARAN, A.; **Valuation** – Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações; 1ª Edição; Editora LTC, 2017.
- POVOA, A. **Valuation: Como Precificar Ações**. São Paulo: Campus, 2012.
- **PIB cresce 1,1% e fecha 2019 em R\$ 7,3 trilhões**; IBGE, 2020; Disponível em: <<https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2012-agencia-de-noticias/noticias/27007-pib-cresce-1-1-e-fecha-2019-em-r-7-3-trilhoes>> Acesso em 25/05/2020.
- **Formulário de Referência 2019**. São Paulo: Alpargatas S.A, 31/05/ 2019. Disponível em :< <https://ri.alpargatas.com.br/>> Acesso em: 30/04/2020.
- **Demonstrações Financeiras Padronizadas**. São Paulo: Alpargatas S.A, 31/12/2019. Disponível em :<<https://ri.alpargatas.com.br/>> Acesso em: 30/04/2020.
- **Visão Geral da Conjuntura**; IPEA, 2020; Disponível em :< <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2020/03/visao-geral-da-conjuntura-6/>> Acesso em: 30/04/2020.
- **Visão Geral da Conjuntura**; IPEA, 2019; Disponível em :< <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2019/12/visao-geral/>> Acesso em: 30/04/2020.
- **Relatório Setorial Indústria de Calçados da Associação Brasileira das Indústrias de Calçados**; ABICALÇADOS Brasil, 2019; Disponível em :< <http://abicalcados.com.br/publicacoes/relatorio-setorial>> Acesso em 30/04/2020.
- **Projected annual inflation rate in the United States from 2010 to 2021**; STATISTA, 2020; Disponível em :< <https://www.statista.com/statistics/244983/projected-inflation-rate-in-the-united-states/>> Acesso em 15/06/2020.
- **Boletim Focus - Relatório de Mercado – 12/06/2020**; BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020; Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/12062020> > Acesso em 15/06/2020.