

Caio Farne – CNPI 1668

Código: ALPA4

PERSPECTIVA: POSITIVA

Preço: R\$ 40,62

Data: 13/12/2021

DADOS DE MERCADO / VALUATION

Valor de Mercado: R\$ 23,89 bilhões

Número de Ações: 588,06 milhões

Mín-Máx (1 Ano): R\$ 33,15 – R\$ 60,81

Valor Justo Estimado: R\$ 24,50 bi

Valor Justo / ação: R\$ 41,66

Potencial de Valorização: 2,56%

Potencial de Dividendos: 1,11%

Índice P/L (2021E): 35,88 x

Índice P/ Valor Patrimonial: 7,16 x

Dívida Líquida/ EBITDA: neg.

ROE: 13,5%

ALPARGATAS (ALPA4)

É a maior empresa brasileira de calçados através da qual atua com a marca Havaianas que é a marca brasileira de bem de consumo com maior reconhecimento internacional. Atua com lojas exclusivas Havaianas e Osklen localizadas em diversos países.

Possui duas unidades de negócios que são denominadas Operações Nacionais que reporta o desempenho dos negócios no Brasil e que abrange a fabricação e comercialização de sandálias e vestuário e Operações Internacionais que reporta o desempenho de Havaianas Internacional, bem como das exportações diretas.

TESE DE INVESTIMENTO:

Nos últimos anos, a estratégia da Alpargatas focou em quatro pilares: (i) expansão nos mercados globais ; (ii) aceleração digital ; (iii) inovações com escala global e (iv) desenvolvimento de soluções de sustentabilidade.

Na expansão dos mercados globais, a empresa desenvolveu parcerias na Europa com clientes estratégicos, realizou mudanças de distribuidores, aumentou o número de lojas monobrand, e a presença em grandes eventos de varejo, avançou no reposicionamento do portfólio e alocação de capital com a venda de ativos não estratégicos como botas industriais, segmento Têxtil e ativos na Argentina.

Além disso, ampliou a participação em canais multimarca de moda, e em canais digitais principalmente na Amazon e marketplaces de moda, e passou a operar com foco nas plataformas de e-commerce na China.

Em relação a aceleração digital, iniciou mais de 20 projetos digitais somente em 2019 como a contratação global de uma plataforma única de e-commerce e o redesenho da havaianas.com, lançou as áreas de User Experience (UX) e Global Business Intelligence com especialistas dedicados a coletar e analisar dados, desenvolveu a estratégia de omnichannel, implementou conteúdo e mídia digital, entre outras diversas iniciativas.

:Já em inovação, o foco foi em produtos que antecipam tendências globais, como o lançamento da linha Havaianas Sparkle

que rapidamente viralizou se transformando em um best seller global.

Ainda sobre a inovação, focou no aumento da participação de mercado no segmento masculino através da nova linha de Havaianas Urban e Slide por meio do crescimento da marca com os homens, combinando o endosso de celebridades e o uso de mídias de TV e digital de forma inovadora. Adicionalmente, ampliou a presença da marca Havaianas no segmento de rasteiras e sandálias para uso mais urbano.

Na parte de sustentabilidade o principal destaque é a ampliação do uso de materiais sustentáveis.

Além destas medidas, outras diversas foram implantadas no âmbito dos quatro pilares dentre as quais vale destacar:

- Fortalecimento da área de Global Business Insights com o desenvolvimento de modelos preditivos e insights de negócios e consumidores.

- Implantação da plataforma omnichannel em mais de 110 lojas e todas as 46 lojas próprias da Osklen no Brasil somente em 2020.

- Expansão em outras categorias como acessórios e vestuário, dentre as quais vale mencionar o lançamento de meias em 2020 que mostrou o potencial da Havaianas em novos segmentos além de fortalecer a marca e o negócio principal.

Ademais os quatro pilares, a empresa direcionou ainda seus esforços para a expansão das margens por meio de três áreas de excelência:

- Revenue Growth Management (RGM).
- Orçamento Base Zero (OBZ).
- Value Improvement Program (VIP 100%)

A Revenue Growth Management visa aumentar a receita por par por meio da transformação das práticas de precificação e recursos avançados de análise de dados.

O Orçamento Base Zero tem o objetivo de redução das despesas através de equipes suportadas por inteligência artificial e DNA digital. Com isso, são identificados indicadores que permitem de maneira rápida e efetiva visualizar onde ocorreram os desvios e assim construir planos de ação para fechar os gaps.

Já o Value Improvement (VIP 100%) tem o foco na melhoria contínua de eficiência e redução de custos.

Com todas essas iniciativas, o Ebitda e o Lucro Líquido recorrente tiveram forte avanço quando comparado os nove meses dos últimos anos como podemos visualizar abaixo:

Dados Rentabilidade (R\$ milhões)	9M19	9M20	9M21
Ebitda recorrente	372,4	312,9	541,1
Lucro Líquido recorrente	241,4	227,9	402,0

Fonte: <https://ri.alpargatas.com.br/default.aspx>

Entretanto, ao compararmos os múltiplos, principalmente o P/L (Preço sobre Lucro) das ações da Alpargatas com a sua principal

concorrente, a Grendene observa-se que está bem acima desta com a primeira tendo valor atual de 53,14x contra 11,87x da segunda o que foi justificado em nossa análise pois previmos continuidade do forte crescimento da rentabilidade com as iniciativas mencionadas da empresa.

Preço Justo

Para calcular o preço justo das ações da companhia optamos pelo modelo de fluxo de caixa descontado na qual teve como base a projeção de resultados da companhia até o ano de 2026.

Com base nesse método obtivemos um valor justo para a companhia de R\$ 24,50 bilhões, o que representa um preço-justo de R\$ 41,66 por ação, implicando em um potencial de valorização de 2,56% considerando o preço de fechamento das ações da companhia de R\$ 40,62.

Segue abaixo uma tabela com as principais premissas consideradas e o cálculo do valor presente dos fluxos de caixa.

Ke	7,85%
RF	1,37%
(RM-RF)	5,00
Beta	0,59
Risco-Brasil	3,50%
Kd	7,12%

Ano	2021'	2022'	2023'	2024'	2025'	2026'
Inflação EUA	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%
Inflação BR	10,18%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%

Com a premissa de que a inflação brasileira será de 10,18% em 2021 e nos demais anos até o final da projeção de 4,50% foi encontrado um wacc (taxa de desconto) de 16,25% no presente ano e nos demais de 10,26%. Segue abaixo as taxas de desconto encontradas, com seus respectivos fatores de desconto:

Ano	2021'	2022'	2023'	2024'	2025'	2026'
Wacc nominal	16,25%	10,26%	10,26%	10,26%	10,26%	10,26%
Fator de desconto	1,16	1,28	1,41	1,56	1,72	-

Com as taxas de desconto encontradas segue no quadro abaixo os valores presentes dos fluxos de caixa em cada ano:

Período	Valor Presente dos Fluxos de Caixa (R\$ mil)
2021'	R\$ 347.754
2022'	R\$ 227.173
2023'	R\$ 654.259
2024'	R\$ 842.386
2025'	R\$ 1.017.390
2026'	R\$ 20.741.692 - (Perpetuidade)

Fluxo Cx R\$ mil	2021'	2022'	2023'	2024'	2025'	2026'
Receita Líq	4.373.561	5.466.952	6.833.690	8.200.428	9.594.500	11.033.675
Ebit	744.314	1.180.285	1.644.650	2.055.847	2.501.286	2.979.092
Impostos	13,79%	13,79%	13,79%	13,79%	13,79%	13,79%
Capex	(243.170)	(600.000)	(273.348)	(246.013)	(191.890)	(107.213)
Depreciação	72.299	94.726	102.318	108.425	111.972	107.213
CDG/ Rec.Liq	(66.544)	(221.082)	(322.259)	(322.259)	(328.704)	(339.338)
Fluxo de Cx	404.258	291.168	924.564	1.312.500	1.747.737	2.228.937

Receita Líquida – Foi previsto para 2021 um crescimento de 30,0% na receita praticamente em linha com o apresentado nos nove primeiros meses do presente ano diante do sucesso que a empresa vem obtendo com o foco nos quatro pilares estratégicos. De 2022 em diante adotamos maior conservadorismo e acreditamos que as vendas da empresa irão desacelerar até chegar a 15% no final da projeção (2026) já que acreditamos no ambiente concorrencial mais acirrado no setor.

Margem Ebit – Em 2021 estamos projetando margem ebit de 17,0% acima dos 15,0% acumulados até o presente ano, pois previmos continuidade no sucesso das iniciativas implantadas da companhia para melhoria das margens. Para os demais anos, projetamos expansão gradual das margens, até chegar a 27,0% no último ano da projeção que virá com as já medidas implantadas pela empresa para alavancar as margens, além do crescimento da receita que diluirão os custos fixos.

Depreciação – No cálculo da depreciação, utilizamos o valor de aproximadamente 4,25% sobre os ativos imobilizados e intangíveis da empresa, que foi próximo a média dos últimos anos da empresa.

CAPEX – Em relação ao CAPEX previmos para o presente ano o equivalente a 5,6% da receita que foi o nível mais alto dos últimos anos. Para 2022, seguimos o guidance da empresa e considerados o valor de R\$ 600 milhões. Já nos demais anos projetamos gradativas quedas até se igualar a depreciação no final da projeção, já que acreditamos que a empresa investirá somente o suficiente para manter suas operações no longo prazo.

Varição da Necessidade de Capital de Giro – Para esta rubrica os valores projetados tiveram como base o Giro dos Estoques, Contas a Receber e a Pagar do último exercício. Isto levou a uma variação de capital de giro de aproximadamente R\$ 66,5 milhões negativos para 2021, R\$ 221,1 milhões negativos para 2022 e R\$ 322,3 milhões negativos para 2023. Para os anos seguintes, estamos prevendo que a variação de capital de giro equivalerá a aproximadamente 23,6% da variação da receita, que foi próxima ao patamar do ano anterior (2023).

Impostos – Para a alíquota de Imposto de Renda e Contribuição Social a Pagar usamos o valor de 13,8% para os próximos anos que foi a média dos últimos anos.

PREÇO ALVO – MODELO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (R\$ mil)	
Valor Presente dos Fluxos de Caixa (+)	R\$ 3.088.961
Valor Presente da Perpetuidade (+)	R\$ 20.741.692
Caixa / Aplicações Financeiras	R\$ 914.682
Ativos não Operacionais	R\$ 2.348
(-) Dívidas Financeiras	(R\$ 248.435)
Valor Econômico da Empresa	R\$ 24.499.248
Quantidade de ações (mil)	588.062
Preço – Alvo	R\$ 41,66

Conclusão

Diante do que foi exposto acima recomendamos **MANUTENÇÃO** para as ações da Alpargatas (ALPA4), pois a empresa apresenta potencial de valorização muito baixo conforme o preço – alvo encontrado mesmo considerando as perspectivas positivas da companhia entre elas a tendência de continuidade na elevação da receita e margens diante do sucesso das medidas implementadas.

Vale ressaltar como pontos positivos da empresa: i) Portfólio de marcas variadas e que tem grande receptividade pelo público ; ii) Diversificação geográfica; iii) Medidas de expansão da receita e margens bem implantadas nos últimos anos ; iv) Presença em todas as classes sociais

Sobre os riscos (pontos negativos), relacionamos os seguintes; i) Múltiplos elevados ; ii) Retração na economia pode prejudicar suas vendas ; iii) Volatilidade de preço das matérias - prima.

As ações da Alpargatas (ALPA4) são negociadas a múltiplo P/L projetado de 35,88x para 2021 contra média dos últimos trimestres de 61,94x.

Quadro Financeiro

DRE (R\$ mil)	2021'	2022'	2023'
Receita Líquida	4.373.561	5.466.952	6.833.690
CPV	(2.055.574)	(2.460.128)	(3.006.823)
Lucro Bruto	2.317.988	3.066.823	3.826.866
Despesa com Vendas	(1.355.804)	(1.585.416)	(1.913.433)
Despesa Gerais e Adm	(152.266)	(159.118)	(166.278)
Outras Rec. e Desp Oper.	(65.603)	(82.004)	(102.505)
Resultado Eqv. Patr.	0	0	0
Lucro Operacional	744.314	1.180.285	1.644.650
Resultado Financeiro	27.999	60.480	67.144
LAIR	772.314	1.240.765	1.711.794
IR	(106.502)	(171.102)	(236.056)
Lucro Líquido	665.811	1.069.664	1.475.737

BALANÇO PATRIMONIAL PROJETADO (R\$ mil)	2021'	2022'	2023'
ATIVO TOTAL	5.548.315	6.465.107	7.563.234
1.01 - ATIVO CIRCULANTE	3.337.247	3.748.766	4.675.862
1.01.01 – CAIXA/APLICAÇÕES FIN.	868.515	780.229	1.064.285
1.01.02 - CONTAS A RECEBER	1.277.522	1.596.902	1.996.128
1.01.03 – ESTOQUES	916.747	1.097.170	1.340.986
1.01.04 - OUTROS ATIVOS CIRCULANTES	274.464	274.464	274.464
1.02 - ATIVO REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	579.866	579.866	579.866
1.03 – INVESTIMENTOS	2.348	2.348	2.348
1.03 - ATIVO PERMANENTE	1.628.854	2.134.128	2.305.158
PASSIVO TOTAL	5.548.315	6.465.107	7.563.234
1.01 - PASSIVO CIRCULANTE	1.662.477	1.833.667	2.152.994
1.01.01 – FORNECEDORES	595.408	712.589	870.942
1.01.02 - EMPRÊSTIMOS E FINANCIAMENTOS	109.679	573.059	69.100
1.01.03 - OUTROS PASSIVOS CIRCULANTES	957.391	1.118.931	1.249.108
1.02 - PASSIVO NÃO CIRCULANTE	467.799	571.603	464.961
1.02.01 - EMPRÊSTIMOS E FINANCIAMENTOS LONGO PRAZO	2.838	471.041	0
1.02.02 - OUTROS PASSIVOS NÃO CIRCULANTES	464.961	464.961	464.961
1.03 - PATRIMÔNIO LÍQUIDO	3.418.039	4.059.837	4.945.280

DISCLAIMER

Tendo em vista o disposto na instrução CVM n 598 de 03/05/2018, o analista de investimentos envolvido na elaboração deste Relatório declara que:

- a) A recomendação contida neste relatório reflete exclusivamente sua opinião sobre a companhia e suas ações;
- b) O Relatório foi elaborado de forma independente e autônoma, inclusive em relação a OHM Research;
- c) As informações, opiniões, estimativas, e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança;
- d) Não possui vínculo com pessoa natural que trabalhe para a empresa objeto deste Relatório Analítico, e tampouco qualquer interesse financeiro;

Não possui diretamente ou indiretamente, ações de emissão da companhia objeto deste Relatório. Todavia, poderá estar envolvido na aquisição e posterior alienação destas ações, dentro dos padrões estabelecidos pela instrução CVM n 598;

Analista Responsável: Caio R. Lyra Farme d'Amoed - CNPI