

FCL*Capital*

Maio | 2017

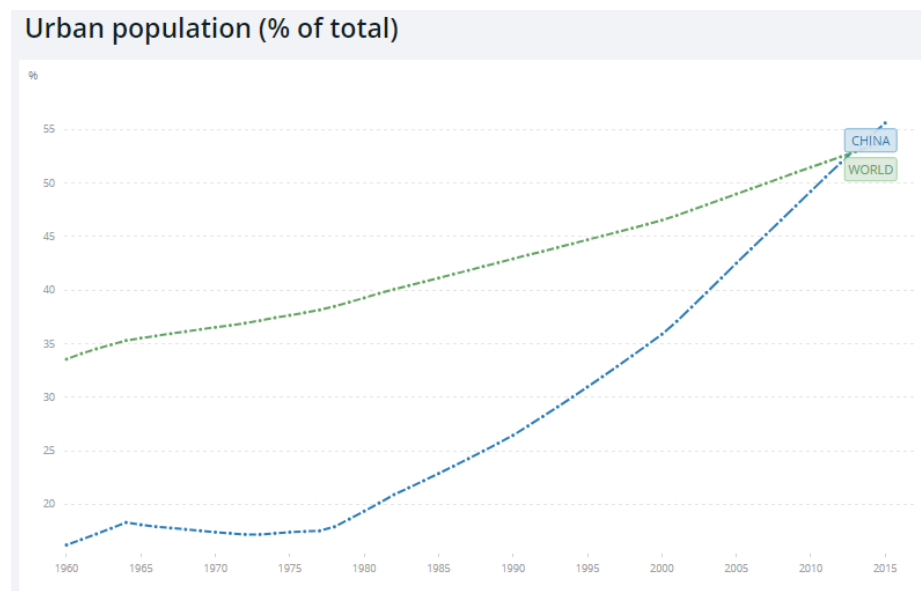
Tese: Aposta em Anta Sports Products Ltda.

1) A Oportunidade

Desde 1979, com o início das reformas econômicas que deram origem ao mais extraordinário crescimento econômico na história do planeta, o modelo de desenvolvimento chinês, como é agora amplamente aceito, se deu através de algumas ondas de crescimento, ou melhor dizendo, alguns padrões :

- Primeiro, uma realocação extraordinária de recursos e pessoas, após as primeiras reformas que transformaram o país num destino acolhedor ao capital estrangeiro, trazendo conhecimento e dinheiro e aproveitando a mão de obra barata do país. Esta primeira onda desencadeou a migração mais rápida de pessoas do campo já vista pela humanidade, geralmente das áreas centrais do interior da China para as cidades situadas na costa leste - como Xangai, Pequim e Shenzhen. Conseqüentemente o índice de urbanização do país cresceu, recentemente ultrapassando 50% e continua em ascensão.

Gráfico 1 Proporção de Urbanização na China



Fonte: Worldbank

- Uma segunda onda começou quando as empresas chinesas agora com conhecimentos adquiridos depois de anos de parcerias e joint ventures com investidores estrangeiros começaram a produzir sozinhas, criando suas próprias marcas, práticas e serviços. É amplamente divulgado na mídia ocidental que as marcas estrangeiras (i.e. ocidentais) gozam de um prêmio devido à sua reputação de segurança e seu status, mas também há amplas evidências de que esse prêmio, apesar de ser real, está gradualmente se erodindo.

- Finalmente, o futuro parece estar sendo desenhado por empresas como Alibaba, Tencent e YY. As próprias empresas chinesas conseguiram atingir recursos e liderança suficientes para deixar o papel de seguidor, e se tornarem líderes no século 21, em diversos novos campos, como inteligência artificial e internet móvel.

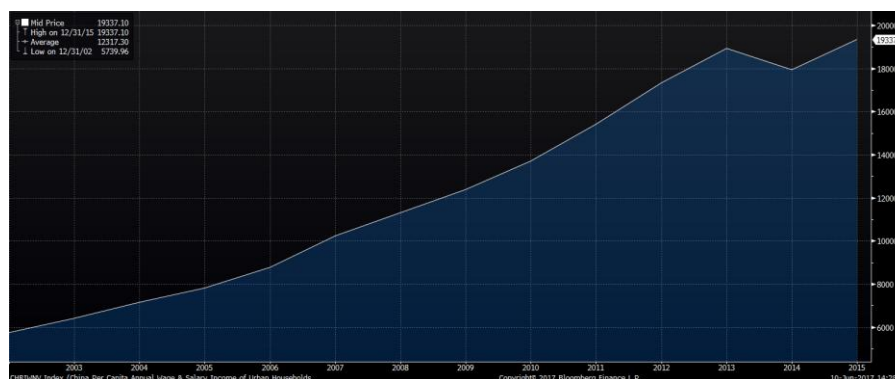
Portanto, como fiduciários de um fundo de capital global centrado nos BRICs, como podemos tirar proveito da transição econômica mais importante já ocorrida neste planeta? Uma vez que a arbitragem de mão-de-obra barata não funciona mais, a maneira mais óbvia de "apostar na China" parece ser investir em uma das suas empresas de internet "BAT" (Baidu, Alibaba, Tencent). Mas isso é notícia antiga e ideias excepcionais raramente vêm dos lugares óbvios.

Em vez disso, tentamos nos imergir numa nova maneira de pensar - Um país de 1,3 bilhão de pessoas ficando cada vez mais rico e mais urbano - Novas aspirações e desejos. Como lucrar com isso e, o mais importante, como encontrar algo que a maioria das pessoas ainda não viu?

Uma população mais rica e mais urbana se alimenta diferente ¹, economiza dinheiro de forma diferente, se diverte de maneiras diferentes e quer viver uma vida diferente.

¹ Assunto explorado em nossa tese sobre Minerva em cartas passadas

Gráfico 2: Renda média em residências urbanas na China



Fonte: Bloomberg

Depois de alguns meses vasculhando a China e lendo tudo o que pudemos; desde hábitos de namoro entre chineses até a paixão do povo por entretenimento ao vivo, encontramos um relatório que mostrou que pela primeira vez, assim como já ocorreu no mundo desenvolvido: o consumo de calorias e a renda “divergiram” 2.

Ou para colocar em termos mais simples, em um país onde, para centenas de milhões de pessoas, era tragicamente comum passar por dias sem alimentos, os primeiro que enriqueceram também engordaram. À medida que as décadas passaram e uma nova geração urbana começou a se formar, hábitos mudaram e uma consciência mais parecida com o mundo desenvolvido tomou forma: pessoas de alto poder aquisitivo que, em comparação com seus compatriotas mais pobres, se tornaram mais atentos à saúde, globalmente conscientes e preocupados com a qualidade da vida.

Então começamos a pensar nos novos hábitos que os *millennials* chineses poderiam formar. A ascensão da China não se limita apenas à penetração de smartphones e a novos aplicativos: se trata de uma construção urbana maciça, novos parques, novos padrões de vida e uma diferente dieta que, embora menos saudável, também levaria a um novo desejo de construir e cultivar hábitos saudáveis.

2 <https://www.ft.com/content/110b5f88-468b-11e7-8519-9f94ee97d996?emailId=593a7080ee8a3600044d3135&segmentId=2597e9a1-8d0d-61e4-8734-bd027f30ddc9>

Gráfico 3: Número de eventos de corrida e corredores inscritos na China

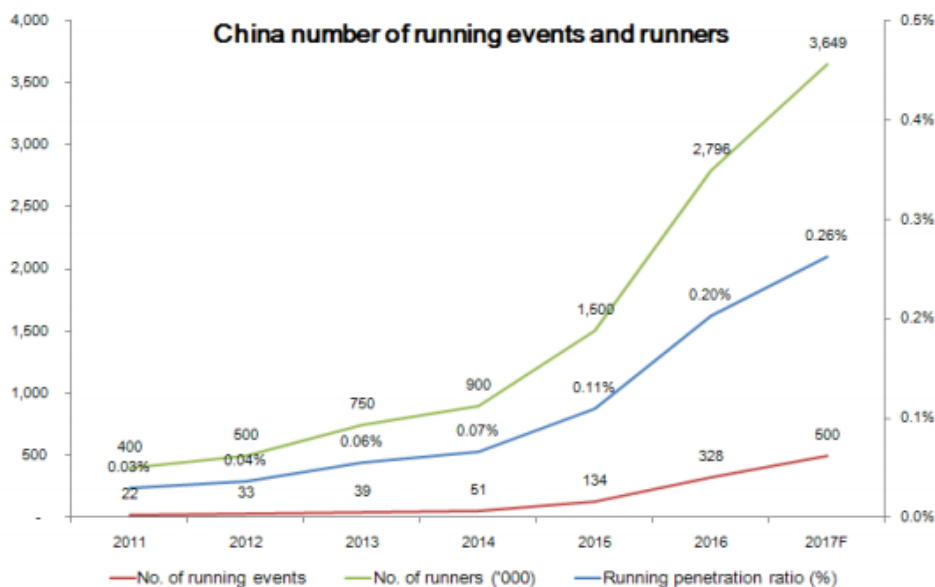
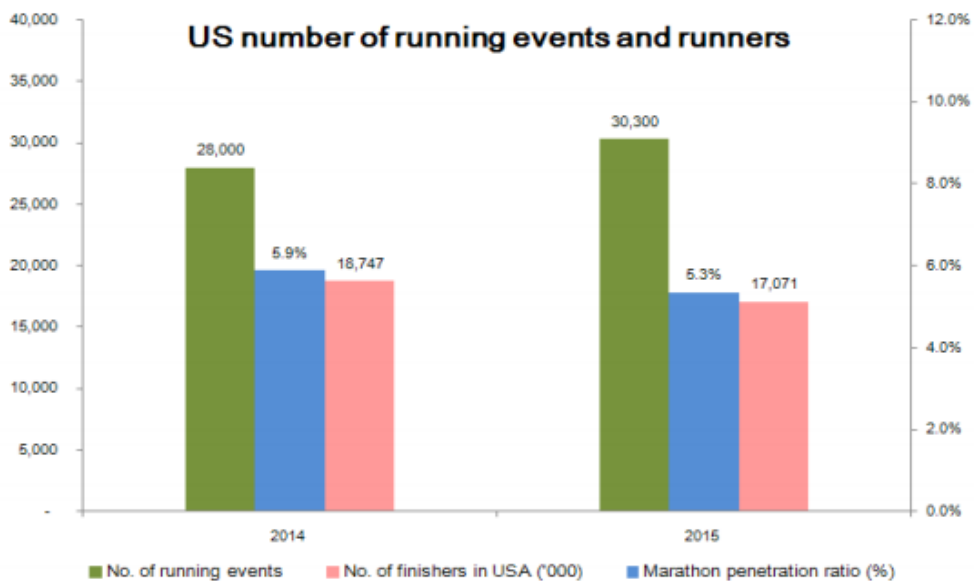


Gráfico 4: Número de eventos de corrida e corredores inscritos nos EUA



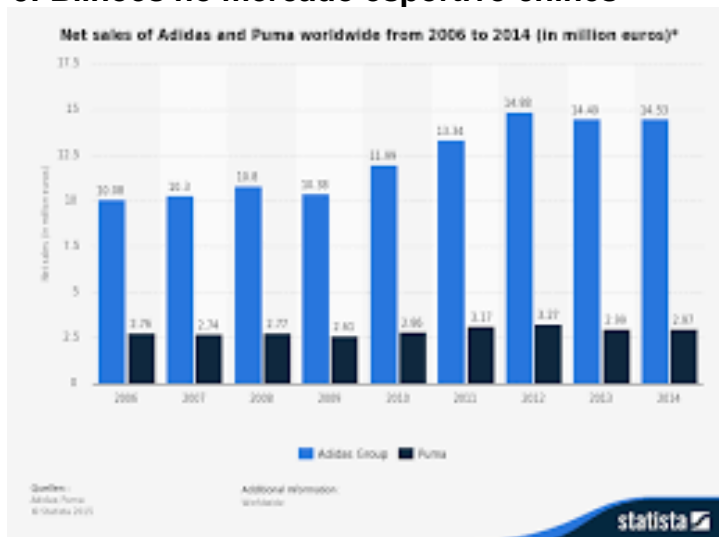
A Anta foi fundada em 1994 por um jovem chamado Ding Shizhong, na cidade de Jinjiang, na província de Fujian. Inicialmente, a idéia era semelhante à de tantos empresários chineses na época: construir coisas que possuísem qualidade inferior, mas também eram muito mais baratas que mercadorias similares oriundas do mundo ocidental. Em outras palavras, para se aproveitar do específico momento em que pessoas pela primeira vez tinham o desejo de adquirir novas mercadorias e começavam a ter algum rendimento - empreendedores começaram a fazer versões mais baratas de bens estrangeiros. Além disso, para Ding Shizhong, de acordo com a maioria dos relatos, o propósito era simplesmente "aliviar o fardo financeiro da família", vendendo sapatos que já eram produzidos por seu pai em casa ³. Em outras palavras, uma incrível história empreendedora que, se tivesse vindo de um americano ou europeu, seria celebrado em todo o mundo.

Foi na mesma época que centenas de milhões de chineses ouviram falar pela primeira vez nas duas principais marcas mundiais de esportes e puderam, se não adquiri-las, pelo menos, desejá-las: Nike e Adidas.

A Anta era uma das centenas de marcas locais que foram criadas para atingir um nicho neste mercado e, especificamente, uma participação dos compradores de baixa renda em cidades chinesas de segunda e terceira categorias. Enquanto os urbanitas em Xangai poderiam adquirir novos sapatos Nike, em cidades menores, os habitantes provavelmente comprariam uma das versões chinesas mais baratas.

³ <http://www.cnbc.com/2016/08/05/how-ding-shizhong-made-a-business-out-of-his-love-for-shoes.html>

Gráfico 5: Bilhões no mercado esportivo chinês



A partir desses humildes começos, Anta cresceu. Hoje é a terceira maior empresa de esportes na China atrás de Nike e Adidas e, de longe, é a maior entre as empresas de esporte de origem chinesa. Veste a equipe olímpica chinesa e patrocina estrelas esportivas globais.

Gráfico 5: Delegação chinesa de Volei



Gráfico 6: Clay Thompson

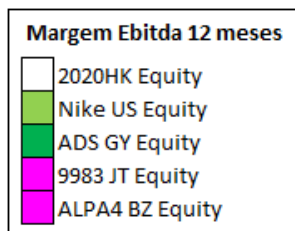
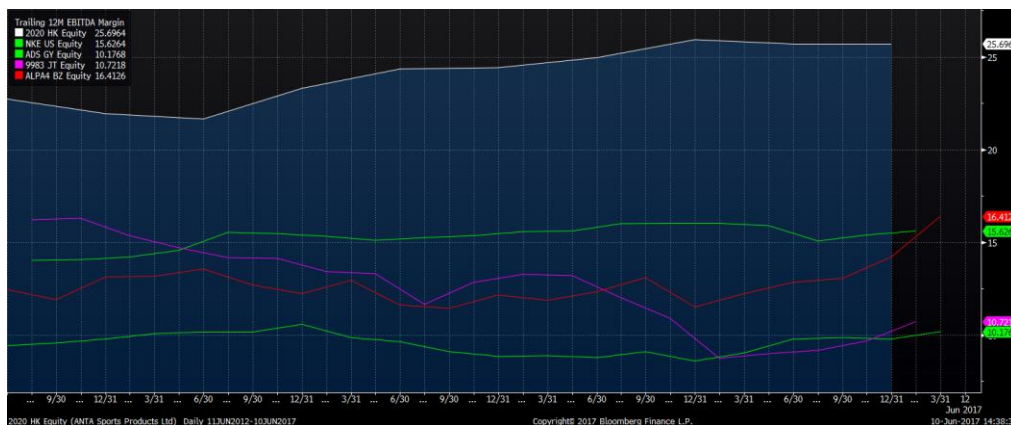


2) Os Produtos

Os produtos da Anta ainda são mais baratos do que os concorrentes internacionais, atualmente os sapatos típicos da Anta são vendidos por cerca da metade do preço de um modelo do mesmo padrão, fabricado pela Adidas ou Nike, por exemplo. Embora seja mais difícil de quantificar, acreditamos que o diferencial de qualidade, se já não está eliminado, está em rápido declínio. Gradualmente, os produtos da Anta não são vistos apenas em cidades de segunda e terceira categorias, mas também nas principais cidades costeiras chinesas. O fator do impacto da marca no desejo do consumidor, apesar de ter algum caminho a percorrer, está claramente se aproximando dos rivais estrangeiros.

Com uma rápida pesquisa na Internet em sites bem difundidos, os produtos da Anta aparecem com boas avaliações e com a crescente satisfação do cliente, enquanto seus produtos são vendidos por cerca da metade do preço da Adidas e da Nike. Dito isso, a Anta goza de maiores margens Ebitda com sua estrutura enxuta, foco único no país e controle de diferentes níveis de produção.

Gráfico 7: Margens Ebitda nos últimos 5 anos: Anta, Nike, Adidas, Alpargatas, Fast



Mas essa história ainda não acabou: não satisfeito em competir com marcas internacionais com uma posição de baixo custo, a Anta começou a competir frente a frente. Em 2009 a Fila, uma marca italiana premium, estava com dificuldades para se estabelecer na China e então a Anta comprou os direitos da marca no país.



Desde então, Anta foi responsável por revitalizar as fortunas da Fila na China e a marca agora tem mais de 100 lojas FILA e mais de 30 lojas FILA KIDS no país.

Em sequencia, a Anta comprou os direitos da Descente, uma importante empresa japonesa de calçados esportivos, e seu ambicioso fundador não esconde a intenção de se expandir no setor de esportes ao ar livre, que possivelmente colocaria a empresa em um curso de colisão (ou possivelmente acordo?) com empresas como a Timberland.

Este modelo de "gerenciamento de marcas" foi explorado com sucesso por uma empresa brasileira que mantivemos em nosso portfólio há muitos anos, a Alpargatas. Isso mostra as vantagens de gerir um fundo centrado nos BRICs: modelos e fórmulas de sucesso, enquanto diferentes de um lugar para outro, têm algumas semelhanças.

A Anta por outro lado desfruta de muito mais flexibilidade, escala e ambição do que a Alpargatas poderia ter. A empresa combina produção eficiente com marcas próprias, direitos exclusivos a marcas importantes, num mercado algumas vezes maior do que o brasileiro e com crescimento acelerado.

Gráfico 8: Comparação de preços - Anta vs Nike vs Adidas

公益宝贝

安踏男鞋气垫鞋运动鞋男夏季2017新款透气休闲鞋官方旗舰店跑步鞋
夏季跑鞋 MAX 缓震舒适, 网面透气

理想生活狂欢节 此商品6月18日开卖, 请提前加入购物车

6.18购物券 6.18-6.20每300减60, 可跨店凑单 [去抢券](#)



专柜价 ~~¥369.00~~

促销价 **¥249.00** 6月大促

618狂欢价 **¥206.00**

本店活动 **满218元, 包邮** [更多优惠](#)

运费 广东广州 至 杭州 快递: 0.00

Nike 耐克官方 NIKE FLEX TRAINER 7 女子训练运动鞋 898479
非凡灵活 驾驭高强度训练 轻盈透气

理想生活狂欢节 此商品6月18日开卖, 请提前加入购物车 **聚**

专柜价 ~~¥499.00~~


价格 **¥499.00**

618狂欢价 **¥449.00**

运费 上海 至 杭州 快递: 0.00

月销量 **1579** | 累计评价 **1244** | 送天猫积分 **249**

鞋码



adidas 阿迪达斯 三叶草 男女 经典鞋 ZX RACER
adidas is all in

理想生活狂欢节 此商品6月18日开卖, 请提前加入购物车

6.18购物券 6.18-6.20每300减60, 可跨店凑单 [去抢券](#)

专柜价 ~~¥599.00~~

价格 **¥359.00** 约 USD52.91

618狂欢价 **¥258.00**

本店活动 **满500元, 包邮** [更多优惠](#)

运费 杭州

月销量 **613** | 累计评价 **1320** | 送天猫积分 **179** [尺码助手](#)

鞋码

Gráfico 9: Portfólio de produtos Anta



3) Os números

A Anta se encontra frente a uma oportunidade de crescimento que pode durar várias décadas. Está apenas arranhar a superfície de onde seus sapatos e roupas esportivas podem alcançar, pois existem múltiplas camadas de oportunidade em seu caminho.

- A população chinesa está se urbanizando, adotando hábitos ocidentais e vendo sua renda aumentar rapidamente.

- A Anta tem melhorado os seus produtos reduzido a diferença de qualidade, tanto real como em termos de percepção do consumidor, em comparação com marcas globais.

- Uma vez que consiga atingir suficiente influência e escala, a Anta pode decidir ir para o exterior e competir com marcas estrangeiras em seus territórios. Isso certamente não está nas nossas projeções, mas é uma opcionalidade possível para a próxima década.

Em suma, pensamos que as margens mais altas da Anta e um crescimento mais rápido devem justificar um prêmio em relação as marcas ocidentais que operam principalmente em mercados maduros

Mas vamos olhar os números:

Gráfico 10

Empresa	Valor de Mercado USD MM	EV/Ebitda	P/L 2017(E)	Crescimento médio de vendas 3 anos
Anta	7.86	12.00	18.29	22.40%
Fast Retailing	35.93	17.05	34.04	16.28%
Nike	87.82	15.80	22.05	8.57%
Adidas	39.55	15.54	27.07	10.92%
Alpargatas	1.77	9.79	13.48	5.94%

Como podemos ver, a Anta não só mantém margens mais altas, mas também negocia em níveis mais baratos e tem desfrutado de um maior nível de crescimento no passado recente, além disso, provavelmente manterá esse maior crescimento no futuro.

Uma vez que a Anta cresce muito mais rapidamente do que seus rivais internacionais e tem margens mais altas, decidimos que uma simples comparação EV/Ebitda ou P/L não seria adequada. Em vez disso, acreditamos que a medida mais justa para comparar este grupo diversificado de empresas é a proporção do PLC (Preço/Lucro/Crescimento).

Com o PLC, levamos em conta não só o preço sobre o lucro das empresas, mas também o seu potencial de crescimento. Neste caso, já que não tentaremos adivinhar o futuro, simplesmente tomamos o crescimento médio das vendas nos últimos 3 anos de um terminal da Bloomberg e o utilizamos para dividir o P/L de 2017 estimado de cada empresa.

Gráfico 11: Razão PLC (Preço/Lucro de 2017 dividido pelo crescimento médio de vendas dos últimos 3 anos)

Fast Retailing	2.09
Nike	2.57
Adidas	2.47
Alpargatas	2.26
Peers average	2.34
Anta	0.81

Upside da Anta: $2.34 / 0.81 = 188\%$ ou preço alvo de HK 66.96 por ação

Parece uma oportunidade boa demais para ser verdade. Há apenas uma carta que um pessimista pode jogar: a carta China. Esta é, afinal, uma empresa chinesa. Provavelmente tem uma péssima governança corporativa e riscos que as empresas desenvolvidas não podem ter, certo? Deve haver, afinal, uma razão pela qual a Anta está tão barata.

Bem este é o nosso próximo tópico.

4) Governança Corporativa

Mesmo com o fato desta casa gerenciar um fundo global de BRICs, não planejamos fazer investimentos em ações isoladas chinesas no futuro próximo. Nós compartilhamos muitas preocupações dos investidores globais, não só com as regras de governança corporativa, mas ainda mais importante, temos preocupações adicionais com a capacidade de colocar e retirar dinheiro do país. Como fiduciários do capital dos nossos investidores, nos preocupamos com interferências do governo, e isso nos afasta deste mercado. Pelo menos por enquanto.

Portanto, nossas apostas chinesas tendem a vir basicamente de empresas chinesas listadas nos mercados dos EUA, como é o caso da maioria das empresas chinesas de tecnologia ou, obviamente, no centro financeiro da Ásia, Hong Kong.

Embora concordemos com as preocupações do mercado quando se trata de mercados isolados chineses, julgamos que a maioria do desconto para Hong Kong se baseia mais na falta de familiaridade do que preocupações reais e honestas sobre a governança. Hong Kong compartilha a maioria dos padrões básicos de mercados desenvolvidos - está se tornando rapidamente um dos três principais pólos financeiros globais - e, em alguns casos, supera os seus pares desenvolvidos.

É engraçado ver o quão rápido muitos investidores esqueceram da saga da Alibaba. Somos fãs e entusiastas da Alibaba, mas é um fato bem documentado que Jack Ma, seu brilhante fundador, queria primeiro listar em Hong Kong e tentou convencer a Bolsa de Valores a alterar suas regras e permitir que poder de voto desproporcional para suas ações. A bolsa de Hong Kong não cedeu e, conseqüentemente, Jack Ma optou por listar a companhia em Nova York. Assim, como em muitos casos na visão ocidental sobre a China, há mitos e há realidade quando se trata de preocupações com a governança corporativa dos mercados asiáticos.

E há mais: Hong Kong permite a venda a descoberto, é aberto, transparente, adota a “common law” para a resolução de disputas, é o centro financeiro incontestável da Ásia e sua infraestrutura em rápida evolução faz com que alguns investidores se refiram a Hong Kong Como uma das três partes da "tríplice coroa" das finanças, ao lado de Nova York e Londres, referindo-se aos três principais mercados financeiros, um para cada fuso horário.

Tendo fundado a empresa em 1994, o fundador da Anta listou-a na bolsa de valores de Hong Kong em 2007. Não tivemos a chance de falar com o fundador e não sabemos por que ele escolheu listar lá, já que os mercados chineses já estavam se desenvolvendo. Talvez por já ter ambições globais, ou talvez para sinalizar uma boa governança corporativa. De qualquer forma, é um sinal muito promissor.

Nós tentamos ser um pouco mais rigorosos e cautelosos com a Anta do que seríamos com, digamos, uma empresa suíça ou americana. O fator familiaridade desempenha um papel real e esta gestora não é mais imune ao chamado “viés doméstico” do que os outros. Dito isto, não vemos por que a Anta deve ter um desconto tão significativo quando comparada aos seus pares, já que está listada em um mercado desenvolvido que é, em muitos aspectos, ainda mais rigoroso do que Nova York ou Londres.

5) Riscos

Não vemos muitos riscos em nossa tese e, mais importante, não vemos riscos intoleráveis - aqueles que esta casa não está disposta a incorrer enquanto fiduciários do capital de nossos investidores.

Os principais riscos que enxergamos são:

- As marcas estrangeiras na China (Nike e Adidas) podem, não só manter, mas também expandir o seu prêmio em relação a Anta.

Fator atenuante: a Anta não se sobrepõe completamente com seus concorrentes internacionais devido a sua presença mais forte em cidades chinesas de segunda e terceira categorias. Em suma, não vemos nenhum motivo para que uma empresa chinesa, mais sintonizada com as preferências do povo chinês e mais em contato com sua crescente classe média, não possa fechar a lacuna de qualidade, pelo menos em termos de percepção do mercado chinês contra seus rivais.

- Novos concorrentes domésticos podem surgir no Mercado

Fator atenuante: Da forma como enxergamos, é exatamente o contrário: como geralmente ocorre, após de uma "corrida do ouro"⁴, a evolução natural de uma nova indústria algumas décadas mais tarde, é a sobrevivência do mais forte e conseqüentemente, consolidação. Uma vez que uma nova oportunidade foi descoberta na década de 1990, era natural que muitos novos entrantes tentassem sua sorte. Agora, o cenário já é mais desenvolvido e uma nova estrada à frente parece estar se formando.

Duas empresas chinesas de tamanho médio e bastante interessantes vêm em mente e poderiam, em nossa opinião, ser adquiridas pela Anta: a fabricante de calçados, 361 degrees (1361: hk) e a Xtep (1368: hk).

De qualquer forma, prevemos um caminho de consolidação e aumento das barreiras à entrada, não o contrário. O mercado de roupas esportivas chinesas é agora várias vezes maior do que há 20 anos e está a caminho de superar o mercado americano. O capital e o conhecimento agora exigidos são muito diferentes do que na época em que o pai do fundador da Anta fazia sapatos em casa em 1994.

⁴ Empresas de automóveis no início do século 20 e empresas de computadores durante os anos 80 vêm em mente

- Fechamento de capital em Hong Kong e piora da governança corporativa.

Fator atenuante: a governança corporativa deve ser constantemente monitorada e certamente agimos dessa forma quando se trata dos nossos investimentos, porém não vemos uma razão racional para que o fundador bilionário da Anta altere o curso de sua liderança e promova mudanças significativas na sua estrutura de governança.

Mais uma vez, as leis e regulamentos de Hong Kong certamente atuam como um amortecedor e a internacionalização gradual da economia chinesa torna provável que as melhores práticas atuais se tornem cada vez mais arraigadas pelos empresários chineses que, afinal, estão entre os melhores do planeta

6) O futuro: Uma marca líder que em breve estará servindo aquela que se tornará a classe média mais poderosa do planeta.

Assim como muitos investidores já descobriram, é melhor comprar uma grande empresa a um preço justo do que uma empresa média a um preço baixo. E o que constitui uma grande empresa? Investidores de valor formidáveis no último século, munidos da tradição fundada por Graham e Dodd, fizeram suas contribuições e colocaram melhor que nós: um "fosso" que mantém a proteção contra novos entrantes, como canais de distribuição dificilmente replicáveis seria um bom começo, também uma marca poderosa que se torne gradualmente mais poderosa, um grande e rapidamente crescente mercado desatendido, uma posição única na cadeia de suprimentos que o torna pronto para novos horizontes e também, se possível, um preço justo.

A Anta está bem na mira das idéias de investimento que procuramos em nossa opinião, reunindo todas essas características em uma única e promissora empresa liderada por um empreendedor fantástico que está apenas começando.

A partir de sua base de cidades médias chinesas a Anta está conquistando rapidamente as metrópoles chinesas com suas lojas FILA. A partir de sua humilde origem, está se tornando uma marca facilmente reconhecida e familiar para a vasta classe média chinesa.

Vemos um caminho promissor e com múltiplas opções para a Anta: comprar rivais chineses menores como a 361 e a Xtep, fazer novos acordos com marcas estrangeiras, diminuir o atual prêmio desfrutado por Adidas e Nike dentro do território chinês.

Em suma, é um caso que nos lembra a Amazon no início do século 21 ou a Apple em 2010, uma empresa com enorme promessa e que não é levada em conta por seus críticos que a vêem como excêntrica e sem atratividade.

Em nossa opinião, usando uma metáfora óbvia, para uma empresa que fabrica calçados, a Anta não só tem um futuro brilhante e é uma empresa com um portfólio projetado para século 21, mas também, está tem uma estrada bem definida à frente, perfeita para um investidor sábio colocar seus calçados de corrida e pular a frente.

Equipe FCL

Sobre a FCL Capital

A FCL Capital é uma gestora de recursos sediada no Rio de Janeiro, cujo objetivo é maximizar o retorno de seus investidores. A FCL tem como nicho principal, mas não exclusivo, investimentos em empresas abertas, listadas em bolsa de valores (posições compradas e vendidas nos mercados acionários). Para saber mais sobre nosso trabalho, entre em contato conosco ou acesse nosso website: www.fclcapital.com.

Relacionamento com Investidores

fcl@fclcapital.com

info@fclcapital.com

Avenida das Américas, 500 - Bloco 3

Sala 125

Rio de Janeiro / RJ - Brasil

CEP: 22640-100

Telefone: (55) (21) 3268-7918

www.fclcapital.com

Auditoria



Custódia



Regulamentação



Administração



Advertência jurídica: Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações almejando dar transparência aos nossos investidores e não deve ser entendida como uma oferta de venda do clube de investimentos FCL Capital ou de qualquer valor mobiliário nela citada. As opiniões e estimativas citadas nesta carta são considerações feitas até o momento da publicação e podem mudar sem nenhum anúncio ou aviso prévio. Performance passada não é garantia de performance futura. Fundos de investimentos não possuem garantia de seu administrador, do gestor, ou qualquer mecanismo de seguro de fundos. As performances exibidas são sempre líquidas de taxas de administração e performance, mas não do imposto de renda devido pelos cotistas. Para maiores informações favor acessar o Portal Educação Financeira da ANBIMA "Como Investir" (www.comoinvestir.com.br)