

Vulcabras Azaleia (VULC3 - Compra)

Expectativa de resultados crescentes

Iniciamos a cobertura de Vulcabrás com recomendação de COMPRA para a ação com base no modelo de Fluxo de Caixa Descontado, com preço justo de R\$ 8,00, que implica uma valorização potencial de 23,6%. Enxergamos a empresa com marcas fortes e consolidadas no mercado nacional, que vem se reinventando após *turnaround*. Depois de três anos com a produção e vendas de calçados no Brasil praticamente estáveis, acreditamos que a Vulcabras poderá capturar os benefícios dos primeiros sinais de recuperação do setor, esperados para este ano. Apesar de um 1º trimestre ainda fraco, as perspectivas são positivas para os períodos seguintes. A ação VULC3 possui múltiplos inferiores às empresas do setor.

Principais destaques e expectativas para 2019:

No 1T19, a Vulcabras registrou crescimento de 2,7% na receita líquida sobre o 1T18, somando R\$ 300 milhões. O volume vendido cresceu 5,7% passando de 5,6 milhões no 1T18 para 5,9 milhões de pares/peças no 1T19. Apesar da queda de 5,0% nas vendas de calçados esportivos, compensada pelos calçados femininos e confecções e pelo início de vendas dos produtos Under Armour no mercado doméstico. No entanto, a pressão de custos fixos de produção por férias coletivas no final do ano e dificuldades para o repasse de preços de venda e a conjuntura econômica adversa, resultaram numa redução de 21,7% no lucro líquido, de R\$ 33,4 milhões no 1T18 para R\$ 26,2 milhões no 1T19.

É importante ressaltar que com a crise econômica na Argentina e a paralização das atividades da Vulcabras no País, os negócios da companhia ficarão ainda mais concentrados no mercado doméstico onde a concorrência permanece acirrada. Um retorno ao mercado argentino está previsto no médio prazo.

Neste 2T19, o comportamento do mercado segue parecido com o trimestre anterior, com os grandes players tentando desovar estoques com a proximidade da mudança de estação e forçando preços para baixo. Neste ambiente competitivo, a nossa expectativa é de um crescimento próximo ao do trimestre anterior em volume, destacando o comportamento positivo das vendas de calçados femininos e da Under Armour. A receita do período deverá refletir a melhora nos volumes de vendas, mas com preço médio ainda pressionado. Os produtos Under Armour deverão aumentar a contribuição para o faturamento e resultados a partir deste 2º trimestre.

Mesmo com a disputa por preços, a expectativa é de manutenção das margens (bruta e Ebitda) com acomodação de custos e despesas operacionais, com redução apenas no resultado financeiro, desta vez sem o benefício da variação cambial. Com isso, o resultado líquido pode mostrar pequena redução no 2T19. Contudo, para o ano, nossa expectativa é de crescimento nos resultados da companhia. Esta expectativa leva em conta uma melhora do setor de calçados, conforme estimativas da Abicalçados.

A despeito destas dificuldades e das baixas taxas de crescimento do setor calçadistas nos últimos anos - reflexo do prolongamento da recessão econômica no Brasil-, a expectativa da Abicalçados é de um início de recuperação da produção e vendas ao longo de 2019.

A transformação da empresa a partir da reformulação de suas plantas nos últimos anos e a redução de sua estrutura operacional, a mantém preparada para um mercado onde a competição segue forte. É importante ressaltar que a empresa não necessita de investimentos em aumento de produção numa retomada firme do mercado. Para este ano estão previstos desembolsos de R\$ 100 milhões, sendo a metade para novos investimentos e a outra parte para a reposição.

Mario R. Mariante, CNPI*

mmariante@planner.com.br

+55 11 2172-2561

Karoline Sartin Borges

kborges@planner.com.br

+55 11 2172-2563

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

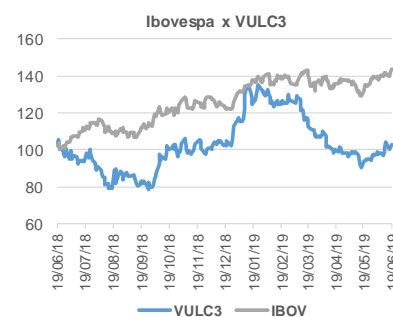
Código	VULC3
Cotação atual (R\$)	6,47
Preço justo (R\$/ação)	8,00
Potencial (%)	23,6
Var. 52 sem. (Min/Max)	6,47 / 8,68

Dados da Ação	
Total de ações (milhões)	245,8
Ações Ordinárias (%)	245,8
Free Float (%)	38,1
Vol. Méd. diário (1 M) (R\$ mm)	2.964,0
Valor de Mercado (R\$ mm)	1.590

Desempenho da Ação	
VULC3	-8,9%
Ibovespa	14,1%

Cotação em 19/6/2019

Desempenho da ação em 12M (Base 100)



Fonte: Economatica e Planner Corretora

Tese de Investimento

Iniciamos a cobertura de Vulcabras com recomendação de COMPRA para a ação. Com base no modelo de fluxo de caixa descontado, aplicando uma taxa de desconto de 11,1% sobre o fluxo projetado e um crescimento de 3,0% na perpetuidade nosso Preço Justo é de R\$ 8,00 por ação. Os principais múltiplos projetados mostram a ação ainda descontada em relação a seus pares.

Os últimos anos foram de dificuldades para o mercado calçadista, principalmente pela continuidade dos desafios na economia brasileira (desemprego, baixo poder de compra da população, juros elevados, etc). Em 2018, além destes problemas, houve ainda a greve de caminhoneiros, Copa do Mundo e eleições, reduzindo ainda mais a confiança do consumidor e inibindo as intenções de investimento das empresas. A consequência foi ainda um período de ociosidade (média do setor: 34%) e com dificuldade de aumento de preços, num mercado cada vez mais competitivo.

Os dados do setor de varejo até abril/19, mostram um fraco desempenho geral, com alta de apenas 0,6% no acumulado, em relação ao mesmo período de 2018. O setor de tecidos, vestuário e calçados mostrou recuo de 3,2% em relação a abril/18 e de 0,2% no acumulado de 4 meses. Embora não tenhamos uma segmentação dos subsetores, deve-se considerar que as dificuldades do setor calçadistas ainda permanecem. Isso pode ser observado nos números do 1T19, divulgados pelas empresas do setor listadas na B3.

Em 2015 a Vulcabras iniciou um plano de reestruturação e modernização de suas plantas industriais, concluído no final de 2017. Em 2018, foi formalizada uma parceria com a Under Armour que já mostrou boa contribuição para os números no 4T18 e que deverá passar a ter participação importante nos negócios a partir deste ano. A expectativa é de um crescimento acelerado nas vendas da marca Under Armour.

Acreditamos que o setor seguirá apresentando taxas modestas de crescimento na produção, tanto no âmbito doméstico quanto global, considerando as projeções conservadoras/pessimistas de crescimento do PIB brasileiro e para a economia global. Desta forma, algum diferencial por parte das empresas, vem da estratégia de lançamentos, variedade de modelos, manutenção de participação de mercado e sustentação de margens.

A Companhia atualmente apresenta boa situação financeira com caixa líquido de R\$ 60 milhões no final de março/19 e baixa necessidade de investimentos, tendo realizado R\$ 100 milhões em 2018, mesmo montante previsto para este ano. É importante destacar que em 2018 o nível de utilização da capacidade instalada do setor era de 76,0% (2017: 75,0%). Desta forma não haverá a necessidade de novos investimentos e capacidade numa eventual retomada do mercado. No caso da Vulcabras este prazo vai até 3 anos, considerando que o grande insumo da companhia é a mão de obra. A companhia concentra suas plantas na região Nordeste, se beneficiando de incentivos fiscais, de longo prazo na região.

Os dados divulgados para a indústria (IBC-Br) mostram que o setor de tecidos, vestuário e calçados, encerrou abril/19 com recuo de 3,2% em relação a abril de 2018, registrando a segunda taxa negativa consecutiva, acumulando, assim, variação de -0,2% de janeiro a abril de 2019, frente a igual período do ano anterior.

Aspectos econômico-financeiros

Em 2017, a companhia encerrou seu programa de reestruturação iniciado em 2015, com crescimento de 3,0% no volume total de vendas, somando 24,4 milhões de pares e peças de vestuário. Em 2018, o volume vendido mostrou crescimento de 2,4% sobre o ano anterior com 25,0 milhões de pares/peças.

Com muitas dificuldades durante 2018, o único motivo para comemoração foi a consolidação dos números da Under Armour no Brasil a partir da parceria entre as duas empresas. No total as vendas aumentaram 21,9%, somando 7,24 milhões de unidades, impulsionadas pelo início da comercialização dos produtos da marca Under Armour, os quais passaram a integrar o portfólio da companhia a partir do 4T18, somados ao crescimento das vendas de calçados Olympikus.

Evolução do Volume de Vendas Trimestrais (2017 e 2018)

Peças e Pares (mil)	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2016	2017	2018
Calçados Esportivos	3.474	3.666	4.018	3.545	3.443	3.228	3.803	3.945	3.271	13.054	14.702	14.419
Variação T/T)					-0,9%	-11,9%	-5,3%	11,3%	-5,0%		12,6%	-1,9%
Calçados Femininos	1.501	1.199	1.592	1.476	1.222	1.176	1.834	1.970	1.258	6.927	5.769	6.202
Variação T/T)					-18,6%	-2,0%	15,2%	33,5%	2,9%		-16,7%	7,5%
Outros calçados e outros	849	936	788	676	715	958	776	673	778	3.182	3.249	3.122
Variação T/T)					-15,8%	2,3%	-1,5%	-0,4%	8,8%		2,1%	-3,9%
Confecções	193	94	162	245	234	150	221	655	625	532	694	1.260
Variação T/T)					21,2%	60,3%	36,4%	167,3%	167,1%		30,4%	81,7%
Volume total de Vendas	6.017	5.895	6.560	5.942	5.614	5.512	6.634	7.243	5.932	23.695	24.414	25.003
Variação T/T)					-6,7%	-6,5%	1,1%	21,9%	5,7%		3,0%	2,4%

Fonte: Vulcabras e Planner Corretora

No 1T19, o volume bruto de vendas somou 5,9 milhões de pares/peças, aumento de 5,7% sobre o 1T18 (5,6 milhões de peças/pares). No período, os calçados esportivos voltaram a cair (5,0%) com o peso do mercado externo, parcialmente compensados pela recuperação nos calçados femininos (+2,9%) e pelas vendas iniciais dos produtos Under Armour no mercado doméstico. Destaque positivo para as confecções e acessórios com a marca Olympikus, com a inclusão de novos produtos ao portfólio.

Mesmo com o aumento no volume de vendas, a empresa registrou queda de 1,1% na receita líquida acumulada em 2018, em razão de preços médios de venda mais baixos, num mercado bastante competitivo.

Evolução da Receita Líquida Trimestral (2017 e 2018)

Peças e Pares (mil)	1T17	2T17	3T17	4T17	1T18	2T18	3T18	4T18	1T19	2016	2017	2018
Calçados Esportivos	222	250	274	247	228	213	244	262	224	833	993	946
Variação T/T)					2,4%	-14,7%	-11,2%	6,1%	-1,6%		19,3%	-4,8%
Calçados Femininos	49	36	48	46	41	41	55	55	38	217	179	192
Variação T/T)					-15,6%	15,3%	13,8%	19,3%	-7,5%		-17,6%	7,5%
Outros calçados e outros	18	20	17	13	15	21	18	14	15	70	68	69
Variação T/T)					-16,5%	8,7%	9,8%	7,3%	0,4%		-2,9%	1,9%
Confecções	7	3	5	9	8	5	5	23	22	15	23	42
Variação T/T)					20,0%	56,1%	14,4%	170,5%	181,8%		54,4%	79,7%
Receita Total	296	309	344	315	292	281	322	354	300	1.134	1.263	1.249
Variação T/T)					-1,3%	-9,0%	-6,3%	12,5%	2,7%		11,4%	-1,1%

Fonte: Vulcabras e Planner Corretora

A margem bruta de 2018 ficou em 35,9% inferior aos 38,2% de 2017. Esta redução reflete a queda na receita líquida ante um aumento de 2,5% nos custos totais, com destaque para o crescimento no item revenda de produtos.

Resumo do desempenho nos últimos anos e no 1T19

No 1T19, a companhia registrou crescimento de 4,9% na receita bruta com bom desempenho no mercado doméstico ante uma queda de 32,1% nas exportações, prejudicadas sobretudo pelo mercado argentino, para onde interrompeu as negociações.

Mesmo com a manutenção da margem bruta, o resultado final foi impactado pelo aumento de despesas operacionais decorrentes da associação com a Under Armour, como aluguéis de lojas, despesas com pessoal, etc. Para os trimestres seguintes a expectativa é de uma diluição destas despesas, melhorando

21 de junho de 2019

a rentabilidade da empresa. A expectativa desta diluição deverá ser observada de forma mais evidente no final deste ano.

Resumo dos Resultados da Vulcabras

Valores em R\$ mil	2016	2017	2018	Var. %	1T18	1T19	Var. %
Receita Operacional Bruta	1.331	1.479	1.491	0,8	342	359	4,9
<i>Mercao Interno</i>	1.180	1.335	1.356	1,6	304	334	9,6
<i>Mercado Externo</i>	149	140	133	(4,6)	37	25	(32,2)
<i>Serviços Prestados</i>	2	4	2	(56,5)	0	0	(98,5)
Total de Custo de Devoluções	(196)	(216)	(242)	12,3	(50)	(59)	17,9
Receita Líquida	1.134	1.263	1.249	(1)	292	300	2,7
CPV	(742)	(781)	(800)	2,5	(192)	(198)	3,2
Resultado Bruto	393	482	449	(7,0)	100	102	1,6
Despesas Operacionais	(274)	(242)	-289	19,5	(64)	(74)	14,9
Resultado Operac. (EBIT)	119	241	160	(33,6)	36	28	(22,0)
Resultado Financeiro	(82)	(50)	(6)	(87,5)	(2)	(2)	(14,8)
Resultado Líquido	36	189	152	(19,5)	33	26	(21,7)
EBITDA	187	297	218	(26,5)	50	47	(5,4)
Margem Bruta	34,6%	38,2%	35,9%		34,4%	34,0%	
Margem EBIT	10,5%	19,1%	12,8%		12,4%	9,4%	
Margem EBITDA	16,4%	23,5%	17,5%		17,1%	15,7%	
Margem Líquida	3,1%	15,0%	12,2%		11,4%	8,7%	

Fonte: Vulcabras e Planner Corretora

Fluxo de Caixa - No 1T19 a variação de caixa foi positiva em R\$ 41,0 milhões, passando de R\$ 71,1 milhões para R\$ 112,1 milhões. O resultado veio de um EBITDA de R\$ 47,1 milhões, melhora no capital de giro de R\$ 33,0 milhões, redução no passivo bancário de R\$ 7,8 milhões e investimentos em imobilizado e intangível de R\$ 24,5 milhões. Destaca-se no capital de giro, a redução no contas a receber, por um efeito sazonal do primeiro trimestre. No período, os investimentos somaram R\$ 24,5 milhões.

Resultados Projetados de 2019 a 2021

VULCABRAS (VULC3) - Resumo dos Resultados Projetados (2019-2023)

R\$ milhões	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	CAGR (23/18)
Receita Líquida	1.134	1.263	1.249	1.336	1.408	1.481	5,8%
Lucro /bruto	393	482	449	474	500	526	5,4%
Deespesas Operacionais	(274)	(242)	(289)	(314)	(327)	(344)	6,0%
Result. Operac. Antes do Financeiro (EBIT)	119	241	160	161	173	181	4,3%
Resultado Financeiro	-82	-50	-6	13	37	51	-
Resultado Não Operacional	0	0	0	0	0	0	-
Resultado Antes dos Impostos	37	191	154	173	210	232	14,8%
RESULTADO LÍQUIDO	36	189	152	172	208	225	14,0%
EBITDA	187	297	218	224	231	240	3,3%
Patrimônio Líquido	52	785	941	1.114	1.270	1.439	15,2%
Margem Bruta	%	34,6	38,2	35,9	35,5	35,5	-
Margem EBIT	%	10,5	19,1	12,8	12,0	12,3	-
Margem EBITDA	%	16,4	23,5	17,5	16,7	16,4	-
Margem Líquida	%	3,1	15,0	12,2	12,9	14,8	15,2
Base Acionária (milhões)	246	246	246	246	246	246	-
Lucro por Ação (R\$)	0,15	0,77	0,62	0,70	0,85	0,92	14,0%
Cotação de Fechamento (R\$/Ação)	2,40	9,10	7,10	6,47	6,47	6,47	-
Cot. VPA (x)	11,4	2,9	1,9	1,4	1,3	1,1	-
P/L (x)	16,5	11,8	11,5	9,3	7,6	7,1	-
Retomo s/ Patr. Líquido Médio		45,2%	17,6%	16,7%	17,5%	16,6%	-
Valor de Mercado (R\$ mm)	590	2.236	1.745	1.590	-	-	-
VE/EBITDA	0,4	7,6	8,1	7,4	7,1	6,9	-

Fonte: Vulcabras e Planner Corretora

21 de junho de 2019

Resumo das premissas adotadas:

Para as projeções de resultados da Vulcabrás adotamos taxas de crescimento conservadoras para o volume de vendas dos segmentos de negócio e aumento nos preços acompanhando a projeção da inflação. Uma postura mais conservadora leva em consideração o fato de o setor de calçados enfrentar uma forte concorrência de produtos importados e um mercado doméstico ainda dependente da recuperação econômica.

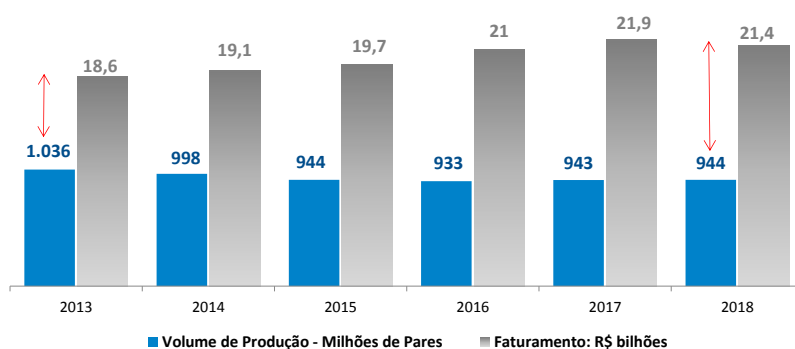
As demais premissas básicas foram mantidas sem variações relevantes, como: despesas comerciais, gerais e administrativas. A empresa não deverá aumentar gastos com marketing e busca uma diluição das despesas geradas pelo novo negócio "Under Armour", a qual deverá contribuir para uma melhora dos resultados nos próximos períodos.

Visão Geral do Setor

Mercado Brasileiro: Após vários anos de retração, o setor calçadista mostrou uma leve recuperação em 2018, concentrada no 2º semestre. Na primeira metade do ano, o desempenho foi prejudicado tanto por fatores macroeconômicos quanto por queda de demanda e eventos extraordinários: a) paralisações provocadas pela greve dos caminhoneiros em maio - que fez com que a indústria chegasse a operar com menos de 50% da capacidade instalada por dois meses - e pela Copa do Mundo de futebol, que diminuiu dias úteis do varejo. Houve ainda o efeito das eleições em outubro, o que naturalmente provoca um atraso nas decisões de investimento das empresas e também no comportamento dos consumidores.

Segundo os dados da Abicalçados, a produção brasileira ficou praticamente estável em 2018, com 944 milhões de pares. Em 2017 o crescimento foi de 1,1%. Os crescimentos da produção em 2017 e 2018, por serem pouco representativos, foram insuficientes para recuperar as retrações de 2014 a 2016, que acumularam queda de 9,4%. O setor ainda não voltou aos patamares anteriores a 2014, quando a produção alcançava cerca de 1 bilhão de pares.

Brasil - Evolução da Produção x Vendas de Calçados



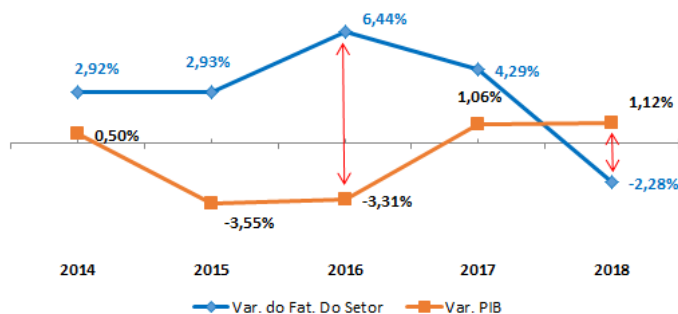
Com relação ao faturamento do setor em 2018, houve uma retração de 2,3%, em relação a 2017, atingindo R\$ 21,4 bilhões, reflexo, também, da deflação nos preços dos calçados ao consumidor, e da dificuldade de repasse de custos, segundo Abicalçados. Os problemas domésticos somados a uma volatilidade no dólar, a crise econômica em mercados importantes para os calçados brasileiros e ainda o aumento do protecionismo, pesaram sobre as receitas com exportações. No final do ano o faturamento da indústria calçadista no exterior atingiu US\$ 976 milhões, uma queda de 10% em relação ao ano anterior. A consequência direta foi a perda de uma posição do Brasil no ranking de países exportadores para 11º, com negócios para mais de 160 países.

Os números para 2019, divulgados pela Abicalçados, projetam crescimento de 1,1% a 3,4% no volume produzido de pares e de 2,9% a 5,3% em termos de faturamento, em relação ao 2018. O setor ainda opera com baixa utilização de capacidade, estimada em 76% em 2018 (2017: 75,0%). Em 2013 a taxa de

21 de junho de 2019

utilização foi de 83,3%. Isto mostra que o setor tem espaço para recuperar a produção sem a necessidade de grandes investimentos em capacidade instalada.

Faturamento do Setor x PIB Brasil



Fonte: Planner Corretora e Abicalçados e IBGE

No Brasil há uma forte concentração dos polos de produção na região Nordeste (54,1% da produção nacional em 2018). As outras duas regiões mais importantes são: região Sul e Sudeste, com mais de 22% cada. O predomínio da região Nordeste se deve aos incentivos fiscais obtidos pelas empresas nas últimas décadas, um importante diferencial para os resultados das companhias.

Mercado Mundial: A produção mundial de calçados cresceu 3,7% em 2018, somando 22,3 bilhões de pares, com uma forte concentração de mercado na China, Índia e Vietnã. Os dados divulgados para 2017, indicam que os três países responderam por 72,3% do mercado global. Na tabela abaixo está apresentado o ranking do mercado mundial de calçados em 2017, conforme o Relatório Anual do Setor de Calçados de 2019 (Fonte: Abicalçados).

Panorama do Setor de Calçados Mundial (Ranking) - 2017

Países	Produção	Cosumo	Export.	Import.
China	1	1	1	
Índia	2	2	8	
Vietnã	3		2	
BRASIL	4	4	11	54
Indonésia	5	6	3	
Nigéria	6	8		
Paquistão	7			
México	8			
Tailândia	9			
Itália	10		6	6
EUA		3		1
Japão		5		3
Alemanha		7	4	2
Reino Unido		9	7	4
França		10		5
Países Baixos			9	9
Bélgica			5	7
Espanha			10	8
Polônia				10

Fonte: Relatório Abicalçados 2019 e Planner Corretora

Os Estados Unidos lideram o mercado mundial em termos de consumo per capita com 7,2 pares por habitante em 2017, seguido por Noruega (7,1), Hong Kong (7,1), e Reino Unido (6,7). O Brasil figurou na 31ª posição com 4,0 pares por habitante no ano e no mundo, o consumo per capita ficou em 2,6 pares.

Os dois maiores produtores mundiais de calçados também são os maiores consumidores de calçados (medidos em pares). No caso da China, a produção nacional é, aproximadamente, 3,5 vezes maior que o consumo doméstico, enquanto na Índia, a produção doméstica é praticamente equivalente ao consumo.

O Brasil, por sua vez, é o quarto maior mercado consumidor de calçados do mundo, atrás da China, Índia e dos Estados Unidos. Em 2017, entre os maiores consumidores de calçados do mundo, apenas o Reino Unido apresentou retração (-7,3%) em relação ao ano anterior. Em termos de consumo per capita, ou seja, os pares consumidos ao ano, por habitante, destacam-se os Estados Unidos e os países europeus. Os Estados Unidos possuem o maior consumo per capita de calçados do mundo (7,2 pares), seguido pela Noruega e Hong Kong, ambos com um consumo de 7,1 pares de calçados por habitante, no ano de 2017. No período 2016-2017, vale destacar a relativa estabilidade no consumo de calçados per capita.

21 de junho de 2019

Maiores produtores mundiais de calçados

País	A 2015	B 2016	C 2017	B/A %	C/B %
1º China	11.322	11.116	11.410	-1,8	2,6
2º Índia	2.698	2.797	2.868	3,7	2,5
3º Vietnã	927	971	1.255	4,7	29,2
4º BRASIL	912	933	943	2,3	1,1
5º Indonésia	733	771	810	5,2	5,1
6º Nigéria	406	415	429	2,2	3,4
7º Paquistão	251	258	265	2,8	2,7
8º México	250	253	264	1,2	4,3
9º Tailândia	226	231	238	2,2	3,0
10º Itália	191	188	190	-1,6	1,1
11º Outros	2.561	2.660	2.808	3,9	5,6
TOTAL	20.477	20.593	21.480	0,6	4,3

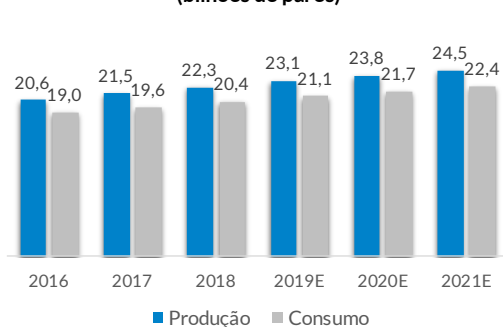
Fonte: WSR (Abicalçados)

O mercado mundial de calçados mostrou recuperação em 2017 e segundo as estimativas da Abicalçados, a produção total foi de 22,3 bilhões de pares em 2018 para um consumo de 20,4 bilhões de calçados. Os dados de 2018 são completados com 13 bilhões de pares exportados para um volume de 11 bilhões de importados.

Para 2019, a expectativa é de um crescimento da ordem de 3,3% na produção mundial. A curva da produção possui uma relação bem próxima da taxa de crescimento do PIB mundial, ficando em 3,7% nos anos de 2017 e 2018. Para este ano e 2020 a projeção é um crescimento de 3,3% e 3,0%, respectivamente, para a produção mundial, embora os dados mais recentes continuem indicando uma tendência de desaquecimento da economia global.

Mercado Mundial de Calçados

Evolução da Produção e Consumo
(bilhões de pares)



Evolução da Exportação e Importação
(bilhões de pares)



Para 2019, estimativa de crescimento de 3,3% na produção mundial de calçados.

Fonte: Planner Coretora e Abicalçados

Breve histórico da empresa

1952 - A companhia foi fundada na cidade de São Paulo (SP), produzindo calçados de couro com sola de borracha vulcanizada. Em 1958, foi fundada a Calçados Azaleia na cidade de Parobé - RS, destinada a produção de calçados feminino, nasce a marca azaleia.

Nos anos 70 foi a fase de ingresso no segmento de marcas esportivas internacionais com o licenciamento para produção e comercialização exclusiva no Brasil de diversas marcas: Adidas, Puma, Le Coq Sportif, Lotto Reebok e outras e a entrada da Calçados Azaleia (fabricante de calçados femininos) no segmento de calçados esportivos com o lançamento da marca Olympikus. Nos anos 80 e 90, a Vulcabras cresceu por meio da aquisição de diversas sociedades do mercado calçadista localizadas, principalmente, na cidade de Franca - SP.

Mudança de suas operações para a região nordeste do Brasil, na busca por melhoria de custos na competição com os produtos importados por outras marcas, aproveitando os incentivos fiscais estaduais em conjunto com o Governo Federal. A partir dos anos 2000, foram realizadas diversas aquisições, com destaque para a entrada na Argentina e em 2007 aquisição da Calçados Azaléia S/A,

Em 1977, abertura do capital da Vulcabras na Bovespa.

Em 1988, aquisição do controle da empresa pelos irmãos Pedro e Alexandre Grendene Barlete.

detentora das marcas Olympikus, Azaléia, Dijean e Opanka. Em 2010, a Vulcabras S.A. passa a se chamar Vulcabras Azaleia S.A. e consolida sua liderança no mercado de calçados esportivos.

Os anos de 2011 a 2014 foram de reestruturações na empresa e em 2015 a Companhia criou as seguintes Divisões:

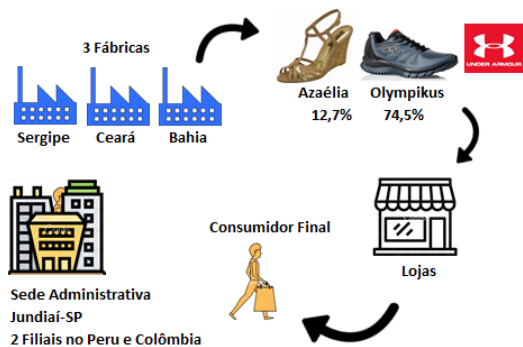
- Divisão de Calçados Femininos, com as marcas Azaleia, Dijean e Opanka;
- Divisão de Calçados e Confecções Esportivos, com as marcas Olympikus e OLK;
- Divisão de Operações no mercado Externo.

2016 - Após o processo de reestruturação, surgiu uma nova Vulcabras Azaleia com 3 unidades industriais localizadas na Bahia, Ceará e Sergipe e um dos maiores Centro de Tecnologia e Desenvolvimento de Calçados da América Latina, com mais de 1.000 modelos desenvolvidos por ano, localizado em Parobé no Rio Grande do Sul. Um centro administrativo em São Paulo e 2 unidades de distribuição no Peru e na Colômbia.

2018 - Em outubro, a Vulcabras Azaleia S.A. firmou contratos de distribuição e licenciamento exclusivo da marca Under Armour no Brasil por 10 anos e também a fabricação e comercialização dos produtos da Under Armour: calçados, confecções e acessórios.

Em 2017, foi realizado o RE-IPO da empresa, migrando para o Novo Mercado.

O que faz a Vulcabras?



Fonte: Planner corretora

A Vulcabras é uma tradicional Indústria de calçados brasileira. Seu CEO, Pedro Bartelle, veio da Família Grendene trazendo no DNA a expertise em fazer calçados.

A companhia se tornou, além de fabricante de calçados, uma gestora de marcas, utilizando sua indústria como diferencial competitivo. As fábricas da Vulcabras estão instaladas no Nordeste do Brasil, onde contam com incentivos fiscais.

É importante destacar que o processo produtivo e a compra de matéria-prima da Vulcabras são realizados no Brasil e que no processo produtivo praticamente não existem perdas de materiais, seja por eficiência dos equipamentos ou pelo reaproveitamento por reciclagem.

As marcas da Vulcabras são: Olympikus com participação de 9,7% no mercado nacional entre as marcas esportivas, segundo o Painel Kanar do 4T18. As outras marcas são: Azaleia, Under Armour, Dijean, Opanka e Botas Vulcabras.

É importante destacar que não existe concentração de vendas. Em 2018 os dez maiores clientes da Vulcabras responderam por 21,3% da receita bruta total da companhia e o maior cliente representou 5,1% do total.

Mais de 12 mil clientes no Brasil, e-commerce e presença em mais de 20 países.

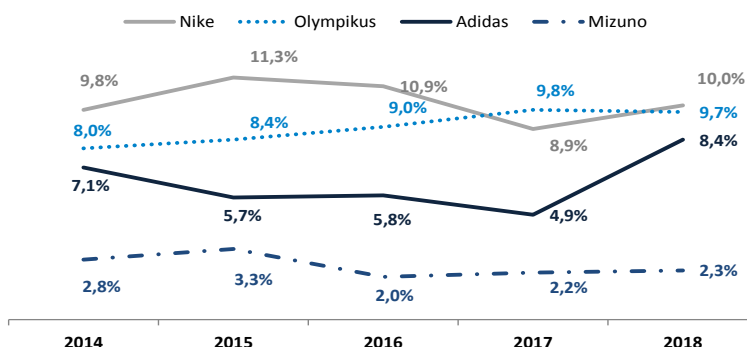
21 de junho de 2019

Concorrência: O setor de calçados no Brasil e no exterior é altamente competitivo, tanto de fabricantes nacionais como de produtos importados., enquanto grande parte dos concorrentes produz e adquire matéria-prima na Ásia, o grande calcanhar de aquiles das empresas. Separados por classe de consumo, os principais concorrentes no Brasil e no mundo são:



Fonte: Planner Corretora

Evolução do Market Share - Setor Esportivo



Comparativo de Múltiplos com Concorrentes

Tomando como base o período de 12 meses os múltiplos da Vulcabras estão mais atrativos em relação aos seus pares. Destaque para ROE e Margem Ebitda acima da média, P/L e EV/Ebitda abaixo da média. Destaque para a confortável situação financeira das empresas, com posição de caixa líquido positivo.

Empresas	EV/EBITDA (x) 12M		P/L (x) 12M		ROE (%)	Margem Ebitda(%)	Alavancagem 12M
	2018	2019	2018	2019	12M	12M	Div.Liq./ Ebitda
Vulcabras	8,0	6,8	11,5	10,4	16,2%	17,1%	-0,3
Arezzo	20,9	17,9	34,7	32,6	20,8%	15,6%	-0,5
Grendene	11,4	10,9	12,6	12,7	15,2%	19,7%	-3,8
Alpargatas	14,0	18,3	23,8	38,4	10,7%	13,6%	0,0
Média de Caçadistas	13,6	13,5	20,7	23,5	15,7%	16,5%	-1,2

Fonte Planner Corretora e Econômica

Controle acionário

A empresa possui um Conselho de Administração composto por dois membros independentes além do presidente e de vice-presidentes.

Vulcabras - Distribuição do Capital Social em Março/19

Principais Acionistas	Quant. De Ações	% s/o Total
Gianpega Neg. e Partici. S/A (Pedro Grendene Bartelle)	78.221.307	31,83
Gold Negócios e Partic. S.A. (Pedro Grendene Bartele)	37.449.018	15,24
	115.670.325	47,07
Outros acionistas (Pessoas relacionadas o ao Controlador)	55.400.730	22,54
Free float	74.685.291	30,39
Total	245.756.346	100,00

Fonte: Vulcabras e PlannerCorretora

Vulcabras Azaleia

21 de junho de 2019

Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

Compra: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Neutro: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Venda: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI*
mmariante@plannercorretora.com.br

Karoline Sartin Borges
kborges@planner.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI
lcaetano@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins, CNPI
vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI
rmartins@planner.com.br

DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Planner Corretora.

As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas em julgamento do(s) analista(s) de investimento envolvido(s) na sua elaboração ("analistas de investimento") e são, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Instrução CVM 598/18:

O(s) analista(s) de investimento declara(m) que as opiniões contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.