



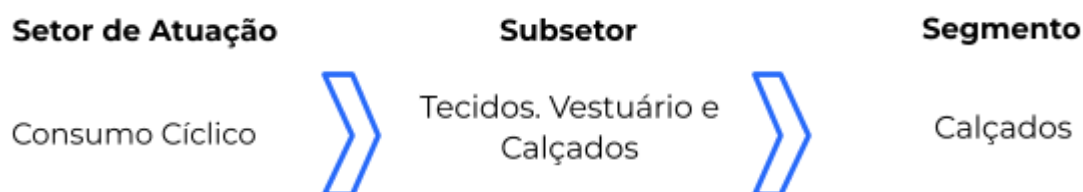
Análise

Vulcabras VULC3

Produzido por SIMPLA CLUB

Guilherme La Vega

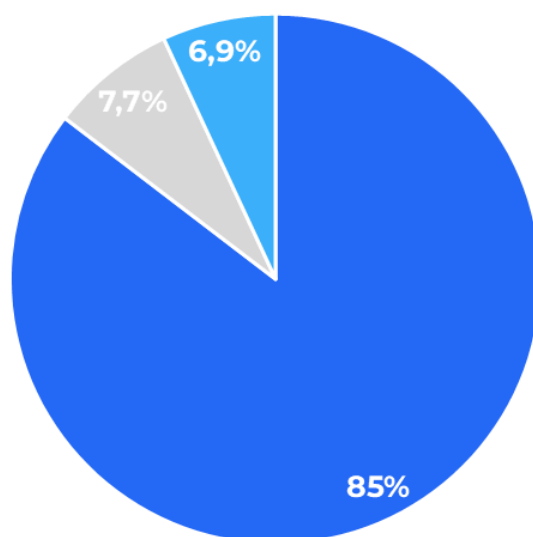
Área de Atuação



A Vulcabras é a maior indústria do setor de calçados esportivos do país, tornando-se gestora de marcas líderes em seus respectivos segmentos: Olympikus, campeã nacional em venda de tênis; Under Armour, uma das maiores marcas de vestuário, calçados e acessórios esportivos do mundo; e Mizuno, a marca de alta performance para atletas.

- ❖ **Olympikus:** é a maior marca esportiva do Brasil, comercializando mais de 150 produtos diferentes. É a marca do portfólio com menor *ticket* médio, servindo como porta de entrada a novos esportistas.
- ❖ **Under Armour:** é uma marca global, referência em inovação e criação de vestuário, calçados e acessórios voltados para o esporte. O contrato de exclusividade foi assinado em 2018 pelo prazo de 10 anos, que podem ser renovados.
- ❖ **Mizuno:** a marca japonesa está presente no mercado há mais de um século, oferecendo aos esportistas tecnologia e alta performance.

Nos últimos anos, a Vulcabras deixou de ser apenas uma fabricante e agora também está presente em pontos de venda *online*. Já são mais de 20 *marketplaces* com os produtos das suas marcas.



■ Calçados Esportivos ■ Confecções ■ Outros calçados e outros

*Composição da receita líquida.
Fonte: RI Vulcabras.*

Para os próximos anos, podemos esperar que o canal digital aumente sua participação no faturamento da Vulcabras, afinal de contas, além de aumentar seus canais de distribuição, a empresa pode aumentar sua margem de lucro pela redução de intermediários, além de poder pressionar por uma reprecificação do preço das ações. Isto é, empresas varejistas negociam com múltiplos de preço mais altos do que indústrias.

A empresa conseguiu construir um portfólio de marcas muito bem ajustado e cada marca consegue atingir seu público-alvo da maneira correta. Enquanto a Olympikus é a porta de entrada do mercado, com objetivo de democratizar a tecnologia, a Mizuno é destinada aos atletas de alta performance e a Under Armour é uma multicategoria focada em toda a jornada do atleta.

O resultado disso está nos objetivos alcançados: a Olympikus é a líder em volume de vendas; a *Under Armour* ampliou em 2,5x sua receita desde a aquisição, enquanto a Mizuno dobrou de tamanho em apenas 2 anos da aquisição.

As marcas do portfólio oferecem produtos para diferentes práticas esportivas, atendendo ao público do basquete, golf, futebol, *lifestyle*. Embora sua prioridade seja o *running* e *training*.

A Vulcabras opera com um regime de produção verticalmente integrado, que lhe confere um diferencial competitivo. Como sua fábrica é moderna e admite qualquer tipo de tecnologia de produção, há um *lead time* pequeno. Essa agilidade e flexibilidade são importantes para os varejistas, que conseguem trabalhar com melhor previsibilidade, além de giro de estoque. Vemos essas informações na Figura 5.

Como seu modelo de negócio resulta em uma maior flexibilidade e agilidade, é possível trabalhar com níveis de estoques menores quando comparados à média do mercado (tanto estoques próprios quanto estoques de clientes). Assim, a Vulcabras consegue adaptar sua produção e os comerciantes reduzem as liquidações e descontos forçados, preservando a margem de lucro da companhia e dos lojistas.

	Calçados nacionais das marcas Vulcabras	Calçados marcas Internacionais	Benefício para o mercado
Prazo para desenvolvimento até a entrega no mercado	4 meses	12 meses	Rápida identificação das últimas tendências do mercado e mínimo prazo para o lançamento do produto no ponto de venda
Prazo de atendimento	5 semanas	6 meses	Colocação do pedido próximo à venda aumenta a assertividade da compra e potencializa a venda
Grade de entrega	Flexível (6 pares ou mais)	Sem flexível (12 pares ou mais)	Flexibilidade para o lojista para ajustar pedido e reduzir sobra de pontas de grade
Risco de liquidação de estoque	Baixo	Alto	Maiores margens para o varejo
Aumento de negócios	Reposição imediata	Não há reposição em menos de 6 meses	Reposição orientada a partir do giro do produto

Comparação entre modelo de negócio da Vulcabras e concorrentes.
Fonte: RI Vulcabras.

O Brasil é o quinto maior produtor de calçados e o quarto maior mercado consumidor do mundo, com 732 milhões de pares consumidos por ano. O país ocupa a 43^a posição em termos de pares por habitante, com 3,4 pares.

Considerando apenas calçados esportivos, o consumo é de 0,4 pares por habitante. Vemos essas informações na Figura 6.

Assim sendo, surgem alguns vetores de crescimento para o setor. Em primeiro lugar, o aumento dos níveis de renda da população podem impulsionar as vendas, ainda mais vendo o *gap* de consumo que existe entre o Brasil e países desenvolvidos. Nesse ponto, ainda citamos a maior oferta de crédito para a população, embora o índice de endividamento das famílias já esteja alto. Sendo assim, é um vetor importante, mas que não vemos melhorias substanciais no curto prazo.

Cerca de 51% dos calçados esportivos vendidos no Brasil são de marcas regionais e de pouca expressão, sem apelo comercial e esportivo, segundo dados da *Kantar World Panel*. Dessa forma, a ascensão social da população das classes “C” e “D” faz com que esses consumidores procurem produtos melhores e com apelo comercial.

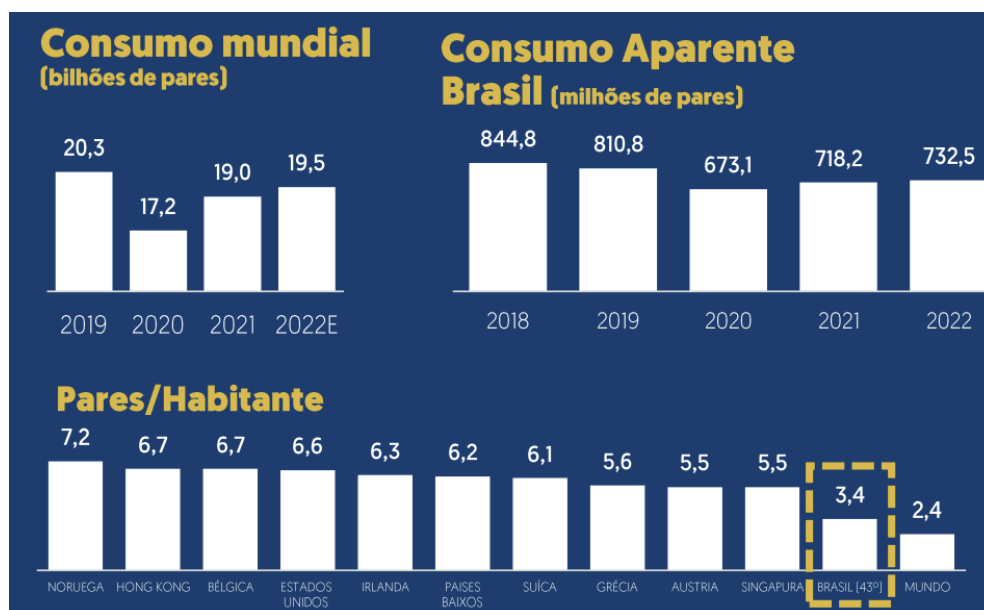
Em segundo lugar, destacamos a mudança de hábito de consumo dos clientes finais da companhia, os quais estão adotando cada vez mais a prática esportiva de uma rotina saudável.

Nos últimos 5 anos, por exemplo, as inscrições em maratonas aumentaram em 68%. O Brasil também é o país com a segunda maior relação entre matrículas em academias em relação ao tamanho da população, perdendo apenas para a Índia.

Hoje, mais de 31% da população brasileira pratica esportes regularmente, atendendo à carga horária mínima estipulada por especialistas. Comparando com dez anos atrás, houve uma expansão de mais de 7 pontos percentuais.

Com a promoção de hábitos saudáveis, a população brasileira está aumentando seu nível de consciência, o que expande o mercado

endereçável da Vulcabras. Embora esse vetor de crescimento também seja limitado.



*Dados setoriais.
Fonte: RI Vulcabras.*

Outro vetor de crescimento se dá a partir do crescimento orgânico da empresa. Isto é, as marcas do seu portfólio podem ganhar participação de mercado em cima de outras marcas. Entretanto, esse é um mercado com pequenos diferenciais competitivos. Existem muitas marcas relevantes (Nike, Adidas, Puma, Reebok, etc.) disputando o mesmo público da Vulcabras.

Uma pequena vantagem competitiva que a Vulcabras carrega é a tendência dos consumidores na busca por roupas e calçados com marcas, funcionalidades e significados específicos, em que não necessariamente os preços baixos determinam a decisão de compra. Nesse caso, ao se distanciar do “atacadão”, as marcas podem competir por valor, não por preço. Embora as marcas Adidas e Nike ainda possuam um apelo do público mais forte.

Por fim, é possível que a Vulcabras adquira novas licenças com outras marcas, expandindo seu portfólio. Porém, essa é uma opcionalidade que não deveria ser levada em consideração pela falta de visibilidade.

Dito isso, vemos que as perspectivas de crescimento do setor existem, embora, nesse caso, não estamos diante de uma empresa de altíssimo crescimento capaz de causar uma disrupção no mercado.

Histórico da Empresa

A Vulcabras surgiu em 1952, na cidade de São Paulo, sob a denominação “Companhia Industrial Brasileira de Calçados Vulcanizados”, já que produzia calçados de couro com sola de borracha vulcanizada. Pouco tempo depois a empresa já expandiu sua linha de produção para outros produtos, tais como botas de borracha, botas de PVC e calçados sintéticos com solas de PVC.

Durante as décadas de 1970 e 1980, a companhia entrou em diversas sociedades do mercado calçadista, principalmente na cidade de Franca, que é um polo para empresas do setor. Mas foi em 1974 o primeiro passo da empresa na divisão de negócios de marcas esportivas internacionais, ao fechar parceria com a Adidas no Brasil.

Essa parceria abriu oportunidade para que outras marcas internacionais fechassem com a Vulcabras, como a Puma, *Le Coq Sportif*, Lotto, Reebok e Keds, o que possibilitou um grande aprendizado na gestão de marcas.

Na década de 1990, todas as operações industriais foram transferidas para o estado do Ceará, que até hoje conta com uma mão de obra mais barata, além de importantes incentivos fiscais.

Em 2012, após uma sequência de resultados ruins, a Vulcabras iniciou um processo de *turnaround* na sua operação, com objetivo de reduzir custos, melhorar eficiência de mão de obra, racionalizar e modernizar seu processo

de produção, flexibilizar a cadeia de suprimentos, além de melhorar o posicionamento de seus produtos.

Com isso, a empresa passou a trabalhar apenas com suas marcas próprias, sendo as principais: Olympikus, Azaleia e Vulcabras. Mas ainda seu portfólio não estava completo. Por isso, em 2018, foi celebrado contrato de franquia e importação com o grupo Under Armour.

Em 2019, foi concretizada a venda da Azaleia para o Grupo Grendene. Essa movimentação fez sentido para direcionar o foco apenas para calçados esportivos.

Em 2020, foi divulgado mais um grande acerto da diretoria ao anunciar a compra da operação da marca Mizuno no Brasil. A marca estava sendo muito mais administrada pela Alpargatas e a venda foi fechada por um valor muito baixo, trazendo um retorno para a Vulcabras muito rápido. A marca também complementou toda a estratégia da empresa.

Governança Corporativa

A Vulcabras é listada no segmento Novo Mercado, que reúne as melhores práticas de Governança Corporativa. Nesse caso, apenas ações ordinárias são negociadas e em uma eventual alienação dos controladores, todos os acionistas minoritários têm os mesmos direitos.

Abaixo vemos a composição acionária da empresa, controlada por Pedro Grendene Bartelle. Sua família é fundadora de outra empresa listada na bolsa de valores, a Grendene, uma das maiores empresas calçadistas do mundo.

A promoção de Pedro Bartelle, filho de Pedro Grendene, a CEO ocorreu em 2015, ao término de um período bastante delicado para a companhia, durante um processo de reestruturação que demorou dois anos e meio e contou com a ajuda da consultoria Galeazzi & Associados, especializada em

reestruturação de empresas. O processo levou à demissão de 30 mil dos 45 mil funcionários, além do fechamento de 22 fábricas e da venda da unidade da Argentina.

ACIONISTAS	ESTRUTURA ACIONÁRIA	PARTICIPAÇÃO
Free Float	110.618.680	34,8%
Gianpega Neg.e Particip.S/A (Pedro Grendene Bartelle)	50.299.580	15,8%
Outros (Pessoas relacionadas ao Controlador)	129.473.801	40,7%
Gold Negócios e Part. S/A (Pedro Grendene Bartelle)	23.720.860	7,5%
Ações em Tesouraria	3.869.249	1,2%
Total de Ações	317.982.170	100,0%

Composição Acionária.
Fonte: RI Vulcabras.

Na próxima imagem vemos a composição da Diretoria Executiva. Notamos duas características marcantes, que são destacadas pela Vulcabras, sendo uma administração jovem e, ao mesmo tempo, com larga experiência no mercado esportivo.

No Conselho Administrativo, além de membros da família Bartelle, vemos dois membros independentes, sendo um deles da Guepardo Investimentos, importante acionista da companhia. Além de outro membro com vasta experiência corporativa.

ADMINISTRAÇÃO JOVEM E EXPERIENTE

	 Wagner Dantas CFO / RI	 Rafael Gouveia Comercial e Canais	 Pedro Bartelle CEO	 Evandro Kollet P&D	 Rodrigo Micelli Supply e RH	 Marcio Callage Marketing
Idade	43	44	47 anos +30 anos de experiência +23 anos de Vulcabras +30 anos de Mercado Esportivo	55	52	44
Anos de Experiência	+24	+25		+39	+34	+26
Anos na Vulcabras	+5	+8		+24	+15	+12
Anos no Esportivo	+10	+13		+34	+28	+26
Experiências Profissionais						

Diretoria Executiva.
Fonte: RI Vulcabras.

Riscos do Negócio

Por ser um setor que lida diretamente com o público final, é importante saber se adaptar de acordo com as mudanças repentinas dos gostos dos consumidores. Vimos isso ao longo das últimas décadas, quando os padrões de produção, consumo e concorrência se alteraram.

Entre as principais mudanças, destacamos o fator moda para a diferenciação de produtos. Porém, já que o conceito da moda está mais dinâmico, marcas que já fizeram sucesso no passado podem não mais conseguir atrair a atenção do público. Por isso, é cada vez mais importante para as empresas captarem os sinais de mercado como um atributo na determinação do sucesso de lançamento de um produto.

Logo, mesmo que as marcas da Vulcabras sejam conceituadas e já tenham demonstrado inúmeras vezes sua capacidade de leitura dos gostos dos consumidores, não podemos garantir seu sucesso para os próximos anos.

Da mesma forma, pelo fato de existirem muitos concorrentes disputando o mesmo público, entendemos que existem poucas vantagens competitivas no setor. A presença de uma concorrência forte limita repasses sucessivos no preço.

Também vale destacar que a China é a maior produtora mundial de calçados, com mais de 50% de participação de mercado, seguido por Índia (13,4%), Vietnã (7,4%) e Indonésia (4,1%). Enquanto isso, a China consome apenas 17,9% dos calçados mundiais, o que mostra seu enorme poder de exportação.

Grandes marcas mundiais produzem nos países asiáticos e isso influencia na dinâmica do mercado interno brasileiro. Não é raro quando alguma grande empresa, como a Nike, por exemplo, “desova” seus produtos

“encalhados” para dentro do Brasil, vendendo a um preço abaixo dos principais concorrentes.

Quando isso acontece, a dinâmica de preços é alterada, restando aos demais *players* duas escolhas: reduzir o preço de sua mercadoria para continuar competindo no preço, ou manter o preço inalterado sob o risco de perder vendas. Em ambos os casos, a Vulcabras pode ser afetada.

Também vale lembrar que a Vulcabras recebe incentivos fiscais, que impactam positivamente no lucro líquido da companhia. Com a reforma tributária, esses benefícios podem ser revistos, o que pode impactar a companhia.

Por fim, as marcas Under Armour e Mizuno são licenciadas por empresas estrangeiras por tempo limitado. Não há garantia de que a renovação vai acontecer e nem sob quais condições. Caso ocorra alguma mudança nesse sentido, o faturamento da empresa será impactado.

Resultados Anteriores

A empresa promoveu profundas transformações desde o início da década passada. Inclusive teve que contratar uma consultoria especializada em reestruturações operacionais para salvar a Vulcabras de uma derrocada.

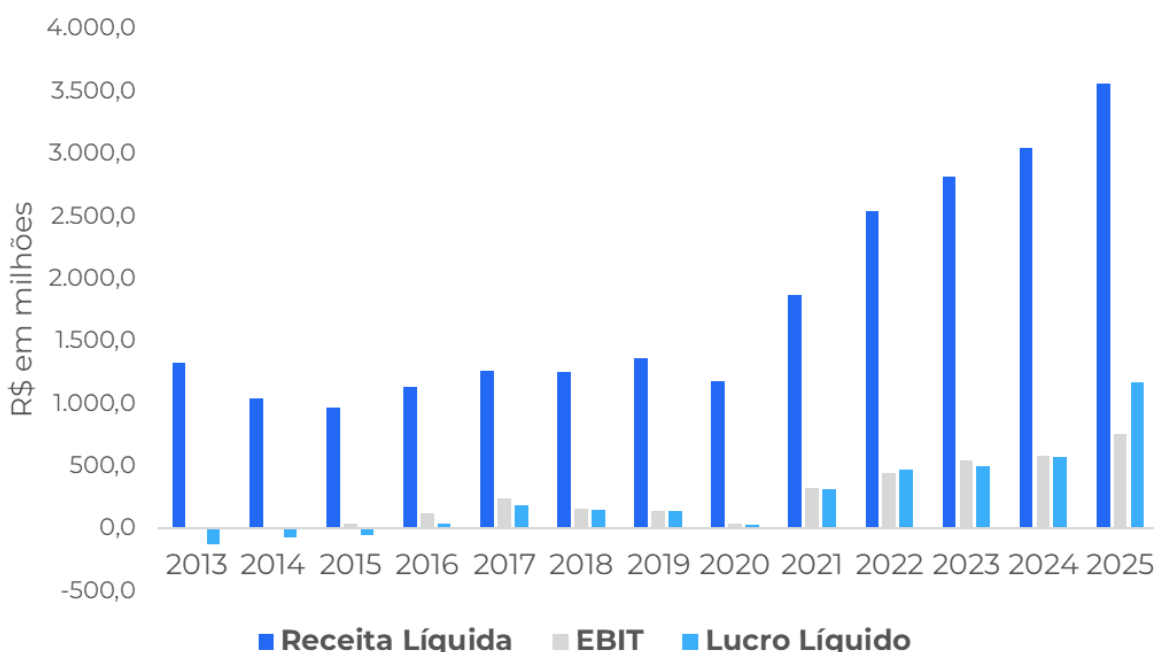
Nesse contexto, a empresa tinha um parque industrial atrasado, que promovia ineficiências, ao passo que suas marcas e produtos não eram bem definidos e faltava posicionamento de mercado. Durante alguns anos, inclusive, a Vulcabras operou no prejuízo, em um cenário que ainda foi agravado por crises econômicas (no Brasil e Argentina, importante ponto comercial).

As soluções encontradas corresponderam à atualização da planta industrial, sendo que hoje tem tecnologia de primeira qualidade, capaz de produzir calçados esportivos de qualquer modelo.

Em conjunto a isso, a Vulcabras renovou seu portfólio de marcas, encerrando seu licenciamento com a Reebok e transferindo a produção da marca Azaleia (em troca de *royalties*) para a Grendene. Em adição, as marcas Under Armour e Mizuno passaram a ser comercializadas.

A Mizuno, inclusive, também passou por *turnaround*. Quando fazia parte do portfólio da Alpargatas, sua produção era de 2 mil tênis por dia, passando para 20 mil tênis por dia e com maior margem de lucro na gestão da Vulcabras.

Abaixo vemos o avanço da empresa em termos operacionais. É possível notar que entre 2013 até 2020 (impactado pela pandemia) seus resultados ficaram em um platô, sendo superado por 2021 em diante, reflexo da entrada da Mizuno no portfólio. Por causa disso, o volume de pares produzidos aumentou, assim como o *ticket* médio mais alto colaborou para aumentar a receita da companhia.



Resultado Operacional.
 Fonte: RI Vulcabras / Elaboração: Simpla Club.

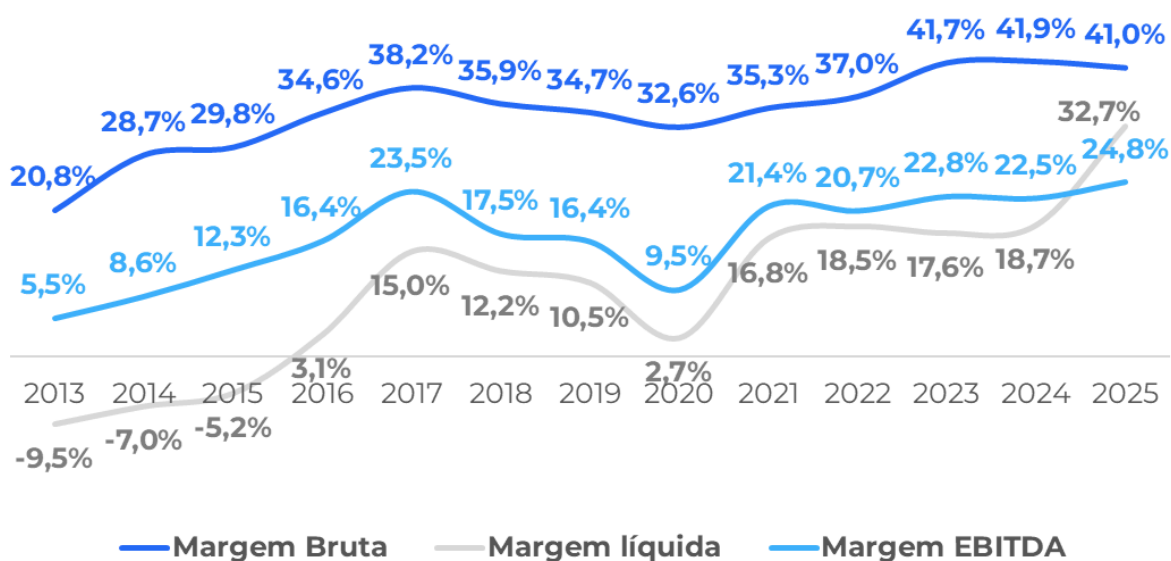
Contudo, o que ainda é mais marcante é o aumento do lucro líquido. Nos últimos cinco anos, o crescimento médio anual composto é de 105%, enquanto o da receita líquida é de 25%. É fato que não podemos esperar esse mesmo crescimento para os próximos cinco anos, uma vez que a produção já se encontra otimizada e operando com menor capacidade ociosa.

A causa do maior ritmo de crescimento do lucro em relação ao faturamento deve-se à modernização e expansão da planta industrial e à diluição de custos fixos, como despesas administrativas e com propaganda. Também vale citar o acerto da gestão em focar em calçados esportivos, através das atuais marcas do seu portfólio. Ao ter licenciado a produção da Azaleia para a Grendene, a Vulcabras focou somente em calçados esportivos e passou a ser mais eficiente por causa disso.

Durante os últimos anos, a Vulcabras enfrentou desafios que pressionaram sua margem de lucro, como por exemplo: a “desova” de calçados de outras marcas no Brasil, com objetivo de queima de estoque; a pandemia, que reduziu a demanda por calçados, ao mesmo tempo em que a matéria-prima e o custo do transporte ficaram bem mais caros.

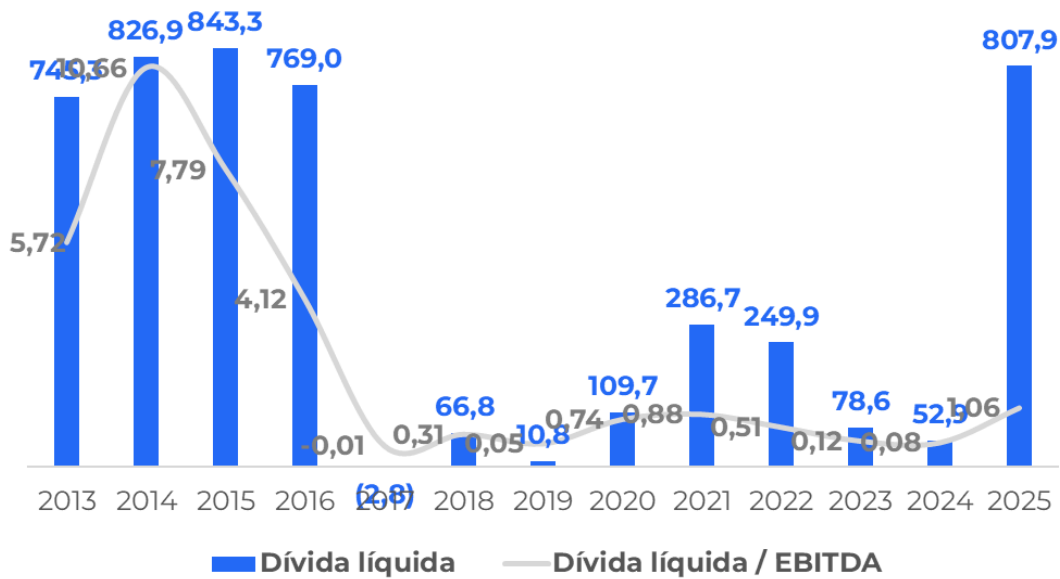
Apesar de tudo isso, vemos uma excelente recuperação da Vulcabras, que passou a operar em um nível de lucratividade e rentabilidade muito saudáveis.

É importante lembrar que, nesse caso, a margem de lucro é beneficiada pelos incentivos fiscais recebidos por manter sua operação no Ceará. Caso a reforma tributária elimine esse incentivo, a empresa será prejudicada.



Evolução das margens.
 Fonte: RI Vulcabras / Elaboração: Simpla Club.

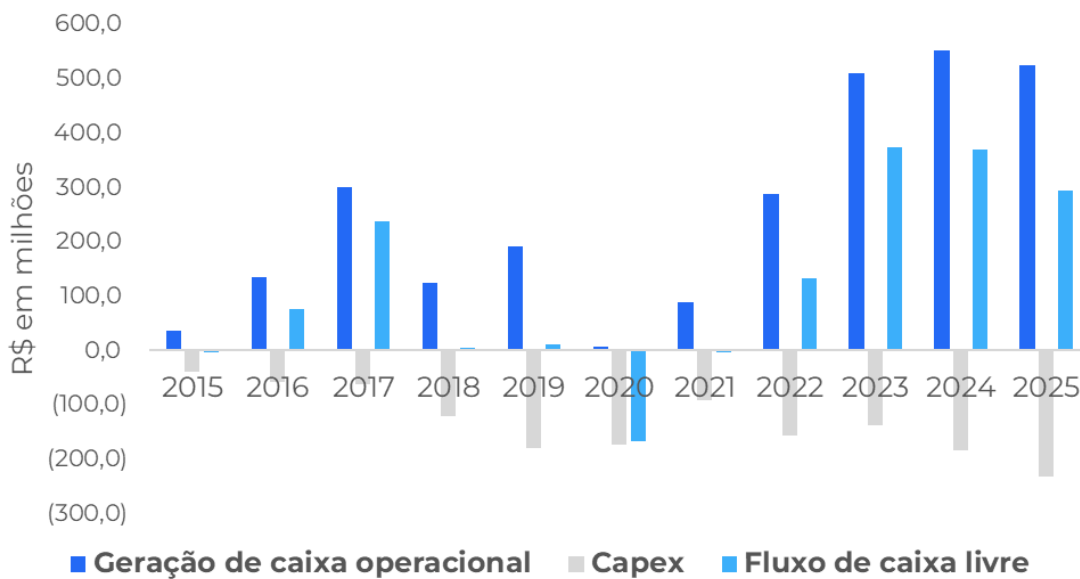
Já no próximo gráfico, vemos o quadro de endividamento da Vulcabras. Por causa de um *follow on* realizado em 2017, a companhia reduziu drasticamente sua alavancagem financeira. Nos anos seguintes, voltou a aumentar sua dívida bruta, para reforçar seu capital de giro diante do licenciamento das marcas, mas o crescimento do seu resultado manteve a alavancagem financeira controlada. Em 2025, o aumento da alavancagem é explicada pela distribuição extraordinária de dividendos no montante de R\$980 milhões.



Endividamento.

Fonte: RI Vulcabras / Elaboração: Simpla Club.

Por fim, vemos uma geração de caixa volátil. Entre as causas disso, identificamos a entrada da Mizuno no portfólio da empresa, sabendo que isso exigiu maiores investimentos em estoque e afrouxamento das condições de pagamento. Com isso, o capital de giro aumentou e pressionou a geração de caixa. Já nós últimos anos, a estabilização das atividades resultou em uma boa geração de caixa livre.



Geração de Caixa.

Fonte: RI Vulcabras / Elaboração: Simpla Club.

Opinião do Analista

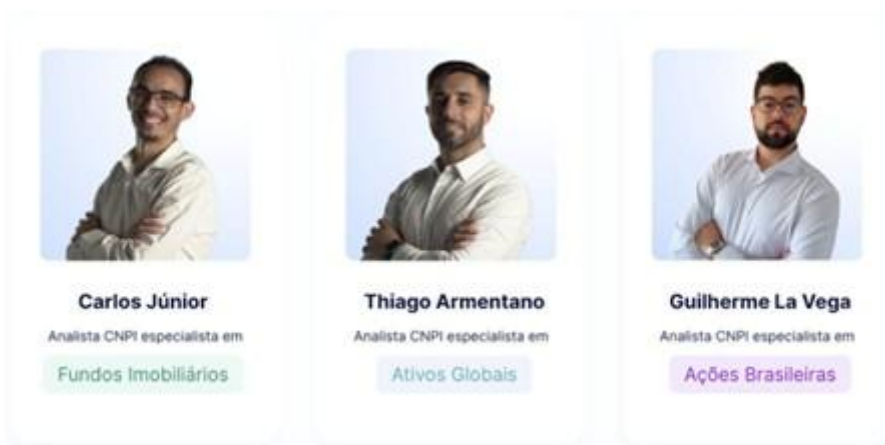
A Vulcabras passou por uma transformação relevante nos últimos anos, resultando em uma companhia mais eficiente, com maior nível de tecnologia e um portfólio de marcas mais robusto. Atualmente, a empresa apresenta níveis de lucratividade e rentabilidade bastante atrativos, próximos aos de concorrentes que são referência no setor.

A estratégia de construção e posicionamento de marcas se mostrou assertiva, sustentando a qualidade dos resultados recentes e reforçando a consistência operacional da companhia. No entanto, não esperamos um ritmo de crescimento acelerado nos próximos anos, uma vez que os principais vetores de expansão são mais limitados ou dependem de cenários mais otimistas.

Além disso, trata-se de um setor com baixa barreira de entrada e presença relevante de players globais, que possuem forte apelo de marca e capacidade competitiva elevada. Em um cenário de apreciação do real, essa dinâmica tende a se intensificar, aumentando a pressão competitiva sobre as empresas locais.

Ainda assim, mesmo com uma visão mais conservadora para o crescimento no curto e médio prazo, seguimos enxergando margem de segurança nas ações da Vulcabras, sustentada pela qualidade operacional, disciplina financeira e capacidade de geração de caixa da companhia.

Equipe



Acompanhamento

relatório atualizado em 20.04.2026

Nossa equipe de analistas está atenta a todas as movimentações relevantes, mantendo os *rankings* e seus respectivos fundamentos atualizados todas as semanas. Em caso de grandes mudanças, os relatórios também podem ser atualizados.

Disclaimer

Todas as análises aqui apresentadas foram elaboradas pelo analista de valores mobiliários autônomo Guilherme Rabelo De La Vega Nunes (CNPI 8950), com objetivo de orientar e auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; portanto, o material não se constitui em oferta de compra e venda de nenhum título ou valor imobiliário contido. O investidor será responsável, de forma exclusiva, pelas suas decisões de investimento e estratégias financeiras. O relatório contém informações que atendem a diversos perfis de investimento, sendo o investidor responsável por verificar e atentar para as informações próprias ao seu perfil de investimento, uma vez que as informações constantes deste material não são adequadas para todos os investidores. Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Resolução CVM nº 20/2021, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à pessoa jurídica à qual estão vinculados. Além disso, os analistas envolvidos não estão em situação que possam afetar a imparcialidade do relatório ou que possam configurar conflitos de interesse. A elaboração desse material se deu de maneira independente, e o conteúdo nele divulgado não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem autorização prévia.

