



mar asset
management

VIVARA [DEZ/23]

marasset.com.br

Dezembro de 2023

As informações aqui contidas são consideradas confiáveis e foram obtidas em fontes consideradas confiáveis. Entretanto, esclarecemos que nós não fazemos nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, com respeito à imparcialidade, consistência, precisão, razoabilidade ou integralidade, das informações ou opiniões aqui reportadas. Além disto, não temos nenhuma obrigação de atualizar, modificar ou aditar esse material e tampouco notificar o leitor sobre quaisquer eventos, assuntos aqui declarados ou qualquer opinião, projeção, previsão ou estimativa aqui contempladas que eventualmente mudarem ou se tornarem imprecisas posteriormente.

► **RESUMO DA TESE**

INDÚSTRIA E COMPETIÇÃO

VISÃO GERAL E GOVERNANÇA CORPORATIVA

GRUPO VIVARA: MODELO DE NEGÓCIO, OPORTUNIDADES E RISCOS

PROJEÇÕES FINANCEIRAS E VALUATION

POR QUE INVESTIMOS EM VIVARA?

Negócio protegido e gerador de caixa lastreado em seu principal ativo, a marca Vivara...

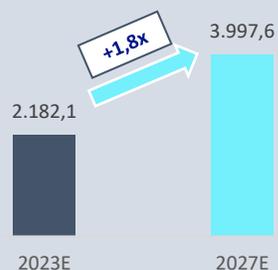
- A construção dos **diferenciais do negócio**:
 - **Marca**: Bem sucedidos em criar **marca aspiracional e democrática**, conversando com boa parte dos consumidores do mercado endereçável de jóias. **Reliability é relevante nessa indústria. O produto é aspiracional e com percepção de qualidade**;
 - **Modelo verticalizado**: Fabricação própria com escala e alavancada em incentivos fiscais **viabiliza uma boa equação de preços para o consumidor**;
 - A combinação de **equity de marca + equação de preço competitiva** constrói uma **proposição de valor** que deveria culminar em **ganhos sequencias de market share**;
 - **Altos níveis de retorno sobre o capital, 25%+**;
- **Elevado perfil de geração de caixa**:
 - **Marca Vivara é um verdadeiro cash-cow**, o que permitiu empresa crescer (até o IPO) sem a necessidade de acessar mercado de capitais em busca de sócio estratégico/financista.
 - **Hoje Vivara possui balanço saudável (net cash) e geração de caixa da base instalada de ativos que supre toda a necessidade de capital da empresa**;
- **Governança | Execução**:
 - **Empresa de dono, família Kaufmann construiu o maior grupo empresarial da indústria de Jóias**. Hoje a Vivara possui 7x o tamanho 2º player (Pandora).

POR QUE INVESTIMOS EM VIVARA?

...que permite o reinvestimento em novas avenidas de alocação de capital quando se materializam: Marca Life.

- **Life deixou de ser opcionalidade:**
 - Encerram 2023 com parque de **117 lojas**. Construíram a **2ª maior marca de jóias do Brasil**. **1ªs safras são promissoras, maturando vendas 20%/25% acima do orçado;**
- **Life é uma avenida de alocação de capital com baixo risco:**
 - **Marca Vivara e seus ativos atuais pavimenta e catalisa a estratégia de construção/maturação do equity de marca. Life se alavanca em Vivara;**
- **Potencial percebido é relevante:**
 - Ticket médio de R\$400 (1/3 da Vivara), **inferimos que o mercado endereçável para a marca extrapola a indústria de jóias, abrangendo adicionais categorias de produtos;**
 - A análise acima combinada com cruzamentos sócio-demográficos das cidades no Brasil nos leva a crer um potencial de, ao menos, **250 adicionais lojas para a marca. O caminho pavimentado pela Vivara nos shoppings servirá de road map para a expansão da Life;**
- **Em números:**
 - Esse potencial de crescimento vem acompanhado de elevados níveis de retorno sobre o capital empregado. **Enxergamos potencial para alocar nos próximos 4 anos R\$1,9bi entre CapEx e WK nessa companhia com retorno marginal na ordem de 25% a 30% a.a;**
 - A empresa possui a oportunidade e a capacidade de **ampliar seu capital empregado em 2,0x e, com elevados níveis de retorno marginal, dobrar seu EBITDA.**
 - Finda a expansão de Life, companhia terá **geração de caixa anual na ordem de R\$1,0bi, dry powder importante para encontrar novas alternativas de alocação de capital ou distribuir para os acionistas caso não surjam tais novas oportunidades;**

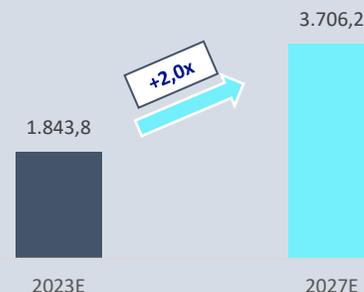
VIVA - Receita Líquida (R\$ MM)



VIVA - EBITDA (R\$ MM)



VIVA - Capital Empregado (Gross, R\$ MM)



VIVA - ROIC



RETORNO POTENCIAL DO INVESTIMENTO

- **Cenário Central: Ganho potencial de 60,1%, 18,2% de TIR Nominal 3y.**
 - Nota: Não assume efeitos da MP 1.185 (Análises sobre o efeito na página 54).

VIVARA

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
RESULTADO					
RECEITA LÍQUIDA	2.182,1	2.535,6	3.016,4	3.494,4	3.997,6
<i>Cresc. YoY</i>		16,2%	19,0%	15,8%	14,4%
EBITDA	494,2	582,7	735,4	896,8	1.061,2
<i>Cresc. YoY</i>		17,9%	26,2%	21,9%	18,3%
<i>Margem EBITDA</i>	22,6%	23,0%	24,4%	25,7%	26,5%
LUCRO LÍQUIDO	417,6	476,9	584,7	718,8	851,1
<i>Cresc. YoY</i>		14,2%	22,6%	22,9%	18,4%
<i>Margem Líquida</i>	19,1%	18,8%	19,4%	20,6%	21,3%
DIVIDENDOS	85,7	108,1	272,0	419,1	504,8
<i>Payout</i>	20,5%	22,7%	46,5%	58,3%	59,3%
<i>Dividend Yield</i>	1,1%	1,4%	3,5%	5,4%	6,6%
FCF	-100,6	142,9	272,0	419,1	504,8
<i>FCF Yield</i>	-1,3%	1,9%	3,5%	5,4%	6,6%
ROIC	21,2%	21,4%	21,7%	23,5%	24,5%

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
ESTRUTURA DE CAPITAL					
ENTERPRISE VALUE	7.693,1	7.637,4	7.683,9	7.679,4	7.655,4
MARKET CAP.	7.701,0	7.701,0	7.701,0	7.701,0	7.701,0
<i># Shares Outs.</i>	237,0	237,0	237,0	237,0	237,0
<i>Preço (21 / Fev / 24)</i>	32,49	32,49	32,49	32,49	32,49
DÍVIDA LÍQUIDA	-7,9	-63,6	-17,1	-21,6	-45,7
<i>Alavancagem</i>	0,0x	-0,1x	0,0x	0,0x	0,0x
MÚLTIPLOS					
P/E	18,4x	16,1x	13,2x	10,7x	9,0x
EV/EBITDA	15,6x	13,1x	10,4x	8,6x	7,2x
RETORNO DO INVESTIMENTO BASE CASE					
FCF MAR	-R\$ 32,49	R\$ 0,46	R\$ 1,15	R\$ 50,41	R\$ 0,00
Dividendos		R\$ 0,46	R\$ 1,15	R\$ 1,77	R\$ 0,00
Buy / Sell	-R\$ 32,49	R\$ 0,00	R\$ 0,00	R\$ 48,64	R\$ 0,00
<i>Exit P/E 12m Fwd</i>				13,5x	
TSR				60,1%	
TIR 3y [Nominal]				18,2%	

O VALOR DO LASTRO

- Como pensamos a **construção do valor do lastro**:
 - Alocação de capital zero** em avenidas de **crescimento** a partir de 2024;
 - Dado a proposição de valor vencedora de Vivara e Life, inferimos que a **base instalada de ativos tem a capacidade de seguir conquistando market share e entregando crescimento orgânico em termos reais**;
 - Partindo dessa hipótese, nossa **precificação do lastro passa por um valor esperado dentre cenários de crescimento real orgânico**:

VIVARA

MARKET CAPITALIZATION

Market Cap.	7.701,0
# Shares Outs.	237,0
Preço (21 / Fev / 24)	BRL 32,49

VALUATION | EXIT MULTIPLE 3Y

	CENÁRIO (1) SSS REAL: 1,0%	CENÁRIO (2) SSS REAL: 2,0%	CENÁRIO (3) SSS REAL: 3,0%
P / E Teórico	11,0x	12,5x	14,3x
Growth	6,1%	7,3%	8,3%
ROE	30,0%	30,0%	30,0%
Cost of Equity	13,4%	13,4%	13,4%
Target Price @ Exit [3y]	BRL 30,89	BRL 36,37	BRL 42,90
Upside / Downside @ Exit	-4,9%	11,9%	32,1%
TIR Nominal	-1,9%	4,3%	10,8%
TIR Real	-5,7%	0,3%	6,5%

CAGR 2023 – 2027E

RECEITA LÍQUIDA	7,7%	8,6%	9,6%
EBITDA	8,3%	10,1%	11,9%
LUCRO LÍQUIDO ¹	6,3%	8,2%	10,0%

EXPANSÃO DE MARGEM | 2023 – 2027E

MARGEM BRUTA CAIXA	0,5%	0,5%	0,5%
MARGEM EBITDA	0,5%	1,2%	1,9%
MARGEM LÍQUIDA ¹	-0,9%	-0,3%	0,3%

Fonte: Mar Asset Management.

¹ Crescimento de Lucro Líquido e Expansão de Margem Líquida são afetados por re-alavancagem do balanço;

² Premissa de SSS real é a mesma do crescimento real na perpetuidade do fluxo;

Não assume nenhum efeito da MP 1.185 (Detalhes à frente na apresentação);

RESUMO DA TESE

▶ **INDÚSTRIA E COMPETIÇÃO**

VISÃO GERAL E GOVERNANÇA CORPORATIVA

GRUPO VIVARA: MODELO DE NEGÓCIO, OPORTUNIDADES E RISCOS

PROJEÇÕES FINANCEIRAS E VALUATION

A INDÚSTRIA DE JÓIAS NO BRASIL

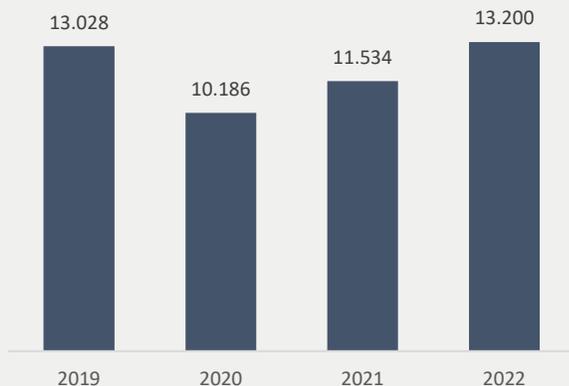
- **Mercado Formal:**
 - **Acessórios Pessoais: R\$25,1bi**
 - **Jóias: R\$13,2bi**
 - Mercado cresceu 4% a.a. historicamente, abaixo de inflação.
 - Argumenta-se que, **somando o informal, mercado de jóias é o dobro.**
- Não é um mercado que apresenta altas taxas de crescimento em horizonte mais longo.
 - 2022 retornou nominalmente aos patamares de 2019.
 - **2023 indústria voltou a printar crescimento.**



FRAGMENTAÇÃO DA INDÚSTRIA DE JÓIAS NO BRASIL

- Mercado altamente fragmentado.
 - Soma dos players #2 a #5 representa 6% do mercado (Métrica CIA, abaixo explicada). Hoje são 60k+ players no mercado de jóias.
 - Fragmentação desse mercado é uma identidade secular, o consumo de jóias é altamente relacional e dependente do touchpoint físico (loja ou relação individual)
 - Ganho de share bastante relevante de Vivara entre 2019 e 2022 ocorreu por ser o grande alocador de capital em expansão de lojas (inc. Life) no período e também por absorção de venda orgânica, competição fragilizada.
- Separando faturamento do grupo Vivara por marca, Vivara brand representa 9,1% do mercado de jóias formal e Life 5,7%.
 - Dado a alta informalidade do mercado (potencialmente dobra o TAM), market share no mercado agregado seria menor. **Parte da tese contempla a aposta implícita de ganho de share sobre os informais.**

VIVA – Mercado de Jóias no Brasil (R\$ MM)



VIVA - Market Share por Marca

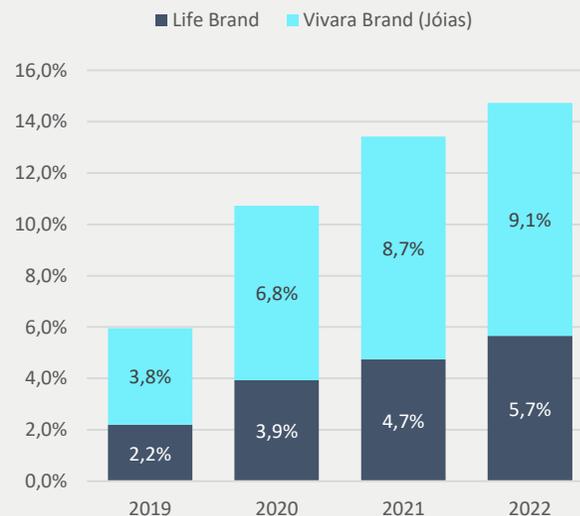
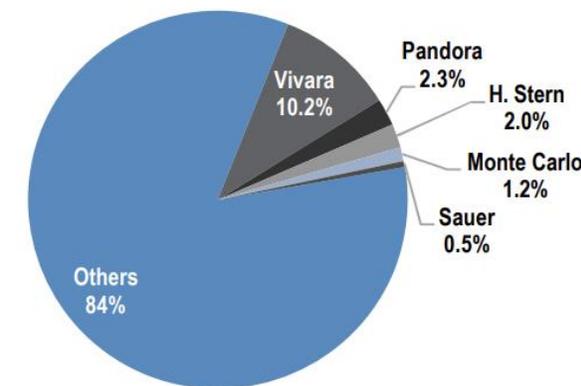


Figure 63: The Brazilian jewelry market is fragmented
Market share (2018)



Source: Euromonitor, Company presentation, J.P. Morgan.

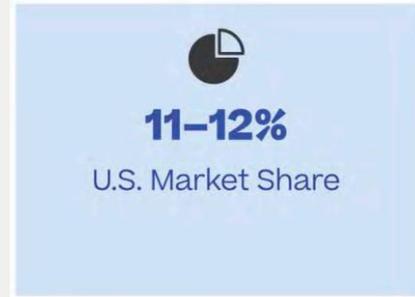
Considera receita total (todas as categorias) sobre somente o mercado de Jóias. Não é o mais correto mas apenas para exemplificar a magnitude da fragmentação

REFERÊNCIAS DE MARKET SHARE DOS PEERS GLOBAIS

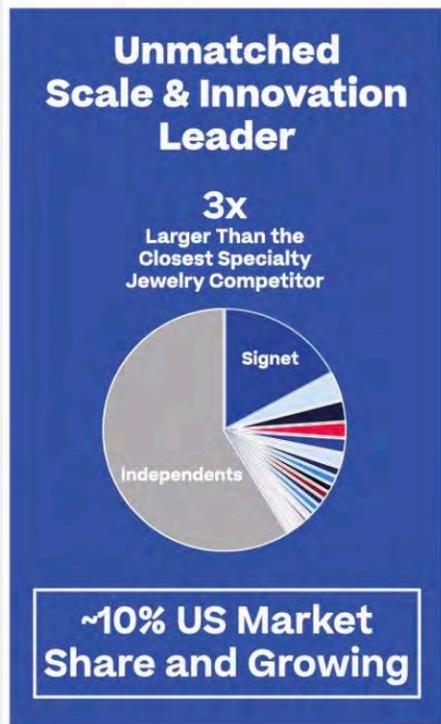
- Tomando como amostra a Signet [NYSE: SIG] e a Pandora [CPH: PNDORA], a referência de **low double digit de market share** é comum à ambos nos mercados que atuam e de maior penetração.
- Volta a hipótese que a informalidade é baixa nos mercados desenvolvidos, há que considerar isso no relativo com os emergentes.

SIGNET
JEWELERS

Confident We Can Deliver Mid-Term Goals



Grupo Signet compreende **12 marcas.**



PANDORA

TOP-10 JEWELLERY MARKET SIZE (DKK BN)

~85% of global market

PANDORA MARKET SHARE (%)

Rank	Country	Market Size (DKK BN)	Pandora Market Share (%)
01	China	855	<0,5%
02	USA	586	2%
03	India	419	0%
04	Japan	55	<0,5%
05	Canada	53	2%
06	UK	39	10%
07	South Korea	36	<0,5%
08	France	30	5%
09	Germany	29	5%
10	Italy	28	11%

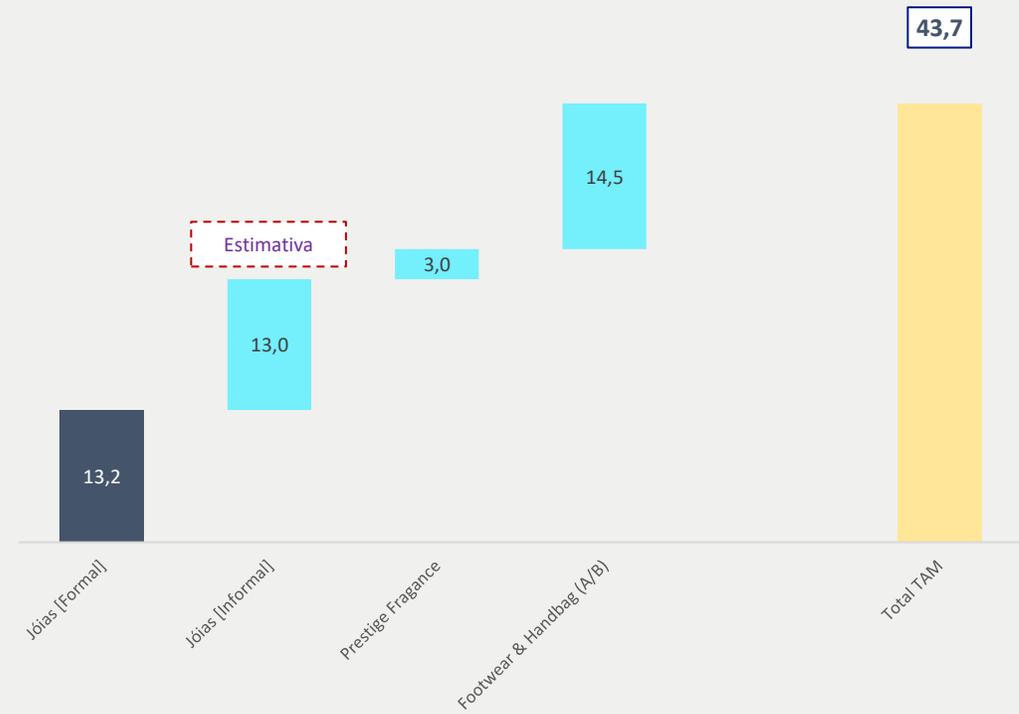
Source: Euromonitor, 2022. Market size data based on nominal value current prices.
Note: Russia excluded

- A tese de Life (melhor detalhada na sessão “Grupo Vivara”) se dá em não se limitar ao TAM de Jóias, mas sim competir com outras alternativas de produto dentro do conceito de “presenteáveis”.
- O comparativo de ticket médio sugere que Life transita bem em uma amostra ampla de alternativas de produtos de mercados como vestuários/calçados e fragâncias/cosméticos.
- Nossa hipótese é que o real fair market share para Life deva ser pensado considerando um TAM ampliado vs jóias stand alone.

Comparativo de Ticket (ou Preço) Médio



Bridge de TAM Potencial para Life (R\$ Bi)

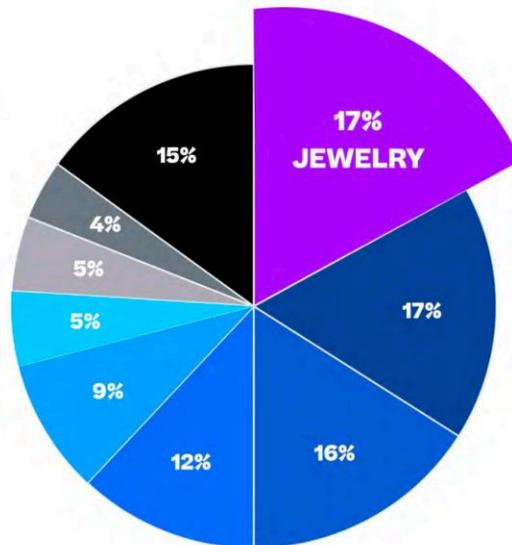


Fonte: Informações Públicas Vivara, Arezzo, Centauro, Sites marcas, Euromonitor, Mar Asset Management

- Referência de jóias atuando na indústria de presenteáveis: **17% do mercado de presenteáveis no US é representado pela indústria de jóias.**

Jewelry Is at The Top of \$100B Gifting Market

- Jewelry
- Personal Technology
- Clothing/Other Accessories
- Experiences (Restaurants, Live Events)
- Travel/Vacations
- Home Items
- Games
- Beauty/Spa Experiences
- Other



~\$17B Annual Spend on Jewelry Gifting

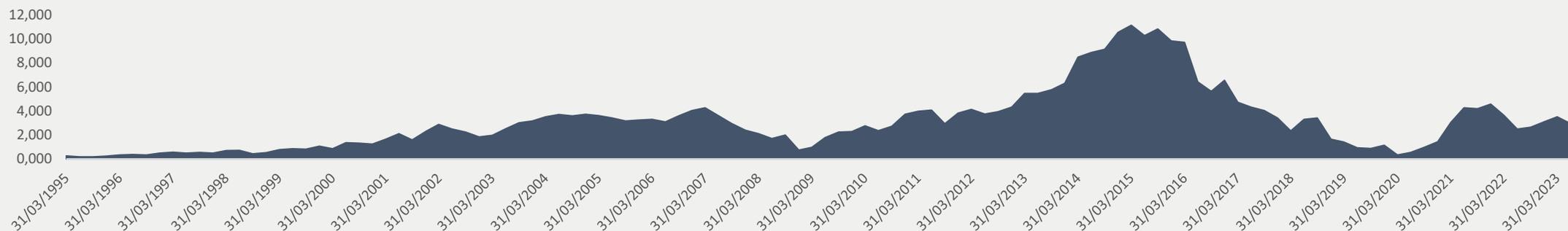
	Birthday	Anniversary	Graduation	Relationship milestone	Special event (e.g., Prom/Religious)	Remembrance
% of Occasion that is Jewelry	11%	20%	9%	15%	17%	20%
Avg. Spend on Gift \$100+	\$351	\$572	\$403	\$437	\$260	\$417
Total Annual Spend	\$7.9B	\$5.2B	\$944M	\$970M	\$838M	\$801M
Annual Spend Proportion by Occasion	46%	30%	5%	6%	5%	5%

- **Quem são os competidores?**
 - **Players Internacionais Nichados High-End:** Tiffany, Bulgari, Richemont, Cartier, entre outros (Pouca sobreposição com Vivara).
 - **Redes relevantes no ambiente competitivo:** Vivara, Pandora, H Stern, Montecarlo, Swarovski, Rommanel, Morana.
 - **Joalheiras Pure E-commerce:** Virtual Jóias, Joias VIP, Joias Gold.
 - **Redes Menores** (Parque de lojas não foge de 10 lojas): Antonio Bernardo, Carla Amorim, Sauer, Jack Vartanian, Coliseu (Sul), Safira (Sul).
 - **Marcas pequenas, talvez até informais.**
- **Montecarlo (Majoritariamente competidor Vivara)**
 - Negócio familiar, 40+ lojas próprias. Conversas informais com participantes da indústria apontam para faturamento de ~R\$4,0m/loja;
 - Possuem fabricação própria em Manaus apenas para alianças. Licença para produzir 28kg de ouro/ano (Vivara produz 100kg de ouro/mês);
 - Criou marca “Jolie” para competir com Life.
- **H.Stern (Majoritariamente competidor Vivara)**
 - 40+ lojas. Hoje parece que fatura 1/5 da Vivara. Posicionamento mais premium;
 - Também tem fábrica em Manaus mas, análogo a Montecarlo, apenas de alianças. Para H.Stern, ganhar escala em fabricação própria deveria ser ainda mais complexo dado o caráter artesanal do produto e menos modal, teria que fazer transferência de tecnologia/conhecimento/artesãos;
 - My Collection é a marca para competir com Life.
- **Swarovski (Competidor Life)**
 - Multinacional austríaca, próximo a 100 lojas no país;
 - Produto na categoria de semi jóias, faria sentido concorrer com Life, mas na prática ticket médio parece ser bem superior: Dos produtos disponíveis no site, apenas ~5% estão na faixa de preço abaixo de R\$500. Concentração preponderante em ticket de R\$750+;
- **Rommanel (Competidor Life)**
 - 324 lojas no país, 3.500 referências de jóia. Categoria semi-jóias, jóias folheadas.
- **Morana (Competidor Life)**
 - 300+ lojas no país, essencialmente franquizados. Bijouterias, ticket médio na faixa de R\$50.

BENCHMARKING COM PEERS GLOBAIS: SIGNET

- **Signet [NYSE: SIG]** é o maior operador de specialty jewelry do US, opera ~2.800 lojas (12 marcas no grupo) e fatura próximo a US\$8bn.
- Histórico -> **Sucessivos M&As com alto overlap de posicionamento de marca gerou canibalização** e concomitante à **problemática com o braço de crédito** -> **Perda de market share 2017 FY a 2019 FY.**
- Execução do turnaround : Reorganização do posicionamento das marcas (Aumento do ticket médio via ajuste de sortimento pra cima na pirâmide de preço, etc), terceirização do braço de crédito (saiu do balanço), otimização de footprint (redução de 24% do parque);

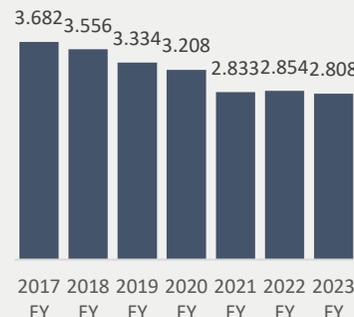
Signet - Market Cap (Em US\$ Bn)



SIG - Sales (US\$ MM)



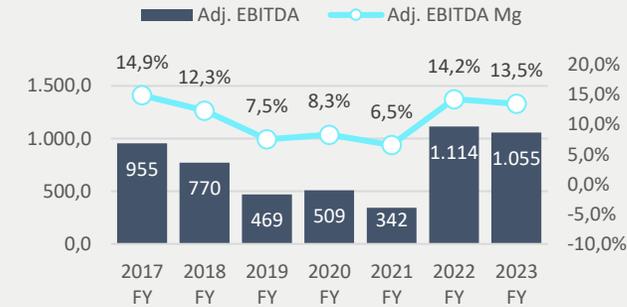
SIG - Parque de Lojas



SIG - AUV (US\$ MM)



SIG - EBITDA (US\$ MM)



2 M&As:
Sales US\$617m

Ex acquired sales

Fonte: Informações Públicas Signet, Bloomberg, Mar Asset Management

- Quotes da CEO da Signet, Virginia C. Drosos, durante interações com mercado que nos geram reflexões passíveis de cross-read para nosso estudo:
 - **Sortimento** -> *“Innovation is also a top Customer First priority to drive traffic and conversion in-store and online. We think of innovation in two broad buckets, core and disruptive, and across several vectors including product, experience, digital and delivery innovation.” 4Q18 FY*
 - **Sensibilidade de remarcações para essa indústria** -> *“Across banners, we have relied too heavily on the promotional lever, which has incentivized customers to buy on deal and created a value perception problem in non-heavy promotional periods. (...) To optimize our customer value equation, we are closely evaluating our pricing structure. Our historical model has been high/low at Kay and Zales with a reliance on promotions, which has made purchasing confusing for customers. We are evaluating our promotional spend as well as conducting pricing studies with the goal of applying learnings to address price perception issues and identify areas where we have gaps.” 4Q18 FY*
 - **Canibalização intra marcas** -> *“We're in the process of completing new brand positioning work, which is intended to clearly differentiate our banners with Kay, Zales and Jared effectively targeted to different customer segments with unique benefit propositions, reducing overlap, improving banner differentiation and increasing customer relevance will enable more effective merchandising, in-store experience and marketing.” 4Q18 FY*
 - **Consolidação indústria** -> *“Jewelry industry is highly fragmented because is has been historically driven by physical brick and mortar presence and local relationships. (...) We expect some consolidation ahead as we, as the only scaled player, are investing to disrupt this historical contract with scaled capabilities, digital/data, unified retail experience, will be very hard/impossible for others to match.”*

SIGNET HAS FUNDAMENTALLY TRANSFORMED OVER THE LAST 5 YEARS



Saíram de **37%** -> **80% (!)** de cobertura da indústria de jóias c/ baixa adição de novas marcas.

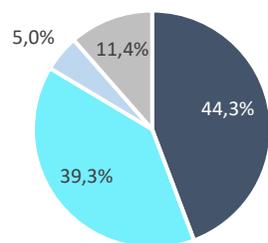
Ou seja, havia muita canibalização antes.

SIGNET: COMPARATIVO vs VIVARA

- Comparação do P&L é complexa pois alocam despesas 4-wall no COGS (aluguéis, utilities, etc), mas bottom line (mg EBITDA)   menos rentável. Signet tem supply chain em parte outsourced.
- Nota interessante: Na agenda do turnaround e junto à pandemia, SIG **renegociou PMP com fornecedores**, saiu de 9d da receita para 40d (!). 2023FY vs 2019 FY EBITDA dobrou e capital investido tangível reduziu 35%, expansão muito relevante de ROIC.

SIGNET
JEWELERS

SIG – 2023 FY Sales Mix por Produto



■ Bridal ■ Fashion ■ Watches ■ Other

SIG - Sales Mix por Canal

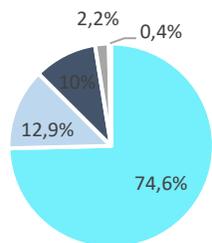


Em US\$ MM	2020 FY	2021 FY	2022 FY	2023 FY
Total Net Sales	6.137,1	5.226,9	7.826,0	7.842,1
Gross Profit	2232,9	1.734,7	3.129,4	3.065,5
Gross Margin	36,4%	33,2%	40,0%	39,1%
SG&A	1.728	1.400	2.025	1.999
% Sales	28,2%	26,8%	25,9%	25,5%
Other Operating Income	3,6	7,5	9,2	-11,7
% Sales	0,1%	0,1%	0,1%	-0,1%
Adj. EBITDA	508,5	341,9	1.114,1	1.055,1
Adj. EBITDA Mg	8,3%	6,5%	14,2%	13,5%

	2020 FY	2021 FY	2022 FY	2023 FY
PP&E	742	606	576	587
% Sales	12,1%	11,6%	7,4%	7,5%
Intangible/Goodwill	249	238	485	752
% Sales	4,1%	4,6%	6,2%	9,6%
Accounts Receivable	39	89	20	15
Inventories	2.332	2.033	2.060	2.150
Accounts Payable	228	813	900	879
WK	2.143	1.309	1.181	1.286
% Sales	34,9%	25,0%	15,1%	16,4%
IC	3.133	2.152	2.241	2.624
% Sales	51,1%	41,2%	28,6%	33,5%
Tangible IC	2.885	1.914	1.756	1.872
% Sales	47,0%	36,6%	22,4%	23,9%
EBIT / IC	10,6%	7,8%	42,5%	32,4%
EBIT / Tangible IC	11,5%	8,7%	54,2%	45,4%

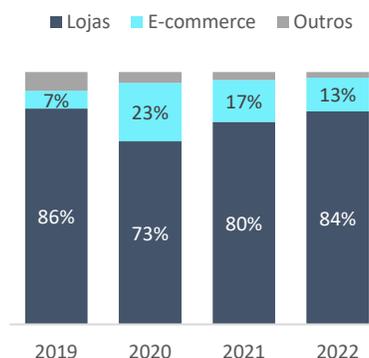
VIVARA

VIVA – Receita por Produto



■ Demais J rias ■ Relógios ■ Aliança
■ Acessórios ■ Serviços

VIVA - Receita por Canal



Ex IFRS-16 Em R\$ MM	2019	2020	2021	2022
Receita Líquida	1.171,4	1.046,6	1.466,4	1.843,7
Cresc. YoY	10,5%	-10,6%	40,1%	25,7%
Lucro Bruto	799,2	719,1	994,7	1.275,8
Cresc. YoY	6,7%	-10,0%	38,3%	28,3%
Margem Bruta	68,2%	68,7%	67,8%	69,2%
EBITDA Ajustado	272,1	215,4	301,6	401,1
Cresc. YoY	9,7%	-20,8%	40,0%	33,0%
Margem EBITDA	23,2%	20,6%	20,6%	21,8%

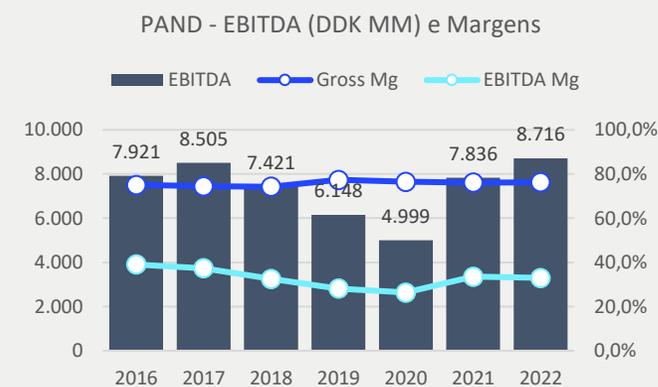
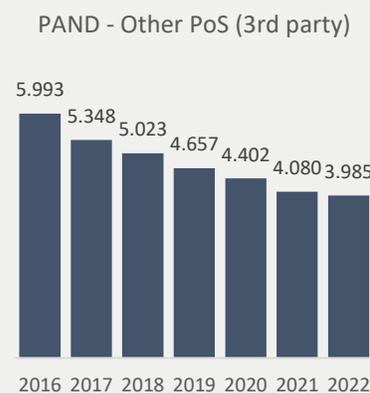
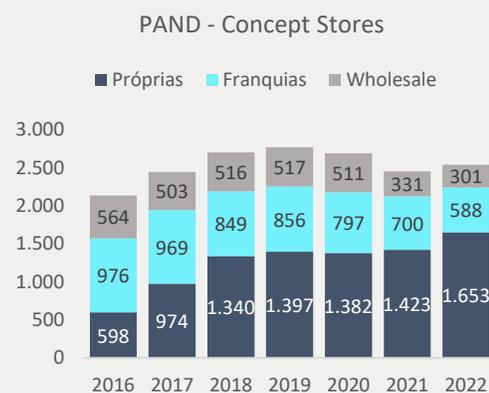
	2019	2020	2021	2022
PP&E	67,1	87,7	134,1	203,0
% Sales	5,7%	8,4%	9,1%	11,0%
Intangible/Goodwill	9,5	9,0	29,9	42,2
% Sales	0,8%	0,9%	2,0%	2,3%
Accounts Receivable	425,8	410,3	531,8	663,8
Inventories	348,0	365,2	527,1	709,7
Accounts Payable	36,4	53,2	157,6	145,2
WK	737,5	722,2	901,4	1.228,3
% Sales	63,0%	69,0%	61,5%	66,6%
IC	814,2	818,9	1.065,3	1.473,6
% Sales	69,5%	78,2%	72,7%	79,9%
EBIT / IC	31,4%	23,7%	26,1%	24,4%

Fonte: Informa es Públicas Signet, Vivara, Mar Asset Management

Usando a métrica EBIT/IC para isolar a variável imposto de renda e ter melhor comparabilidade

BENCHMARKING COM PEERS GLOBAIS: PANDORA

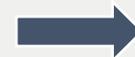
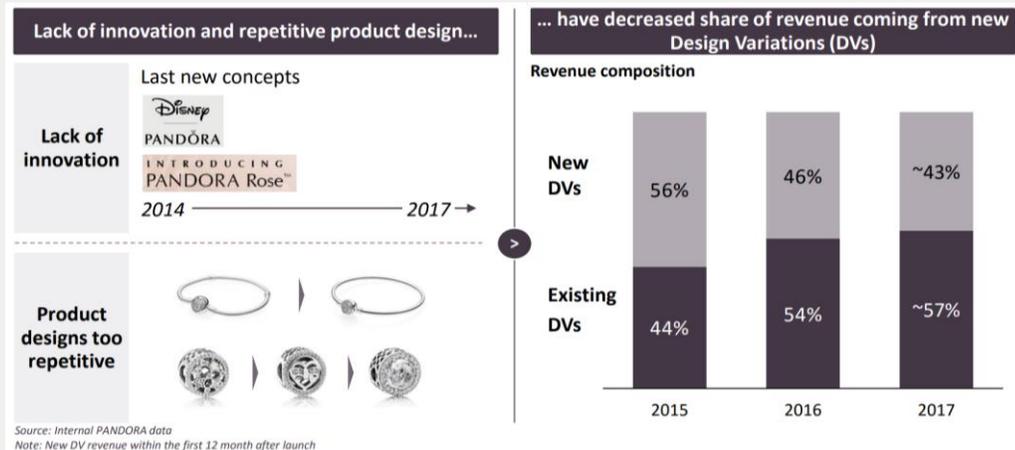
- Pandora [CPH: PNDORA] é a maior marca de jóias do mundo.
- Empresa também passou por turnaround.



Fonte: Informações Públicas Pandora, Bloomberg, Mar Asset Management

PANDORA: DIAGNÓSTICO DO PROBLEMA

- **Problema Central:**
 - **Sortimento errado -> "Lack of innovation"**
 - **Distribuição -> Concentrada em Wholesale**
 - **Logística/Manufatura -> Lead time alto e manufatura ineficiente;**



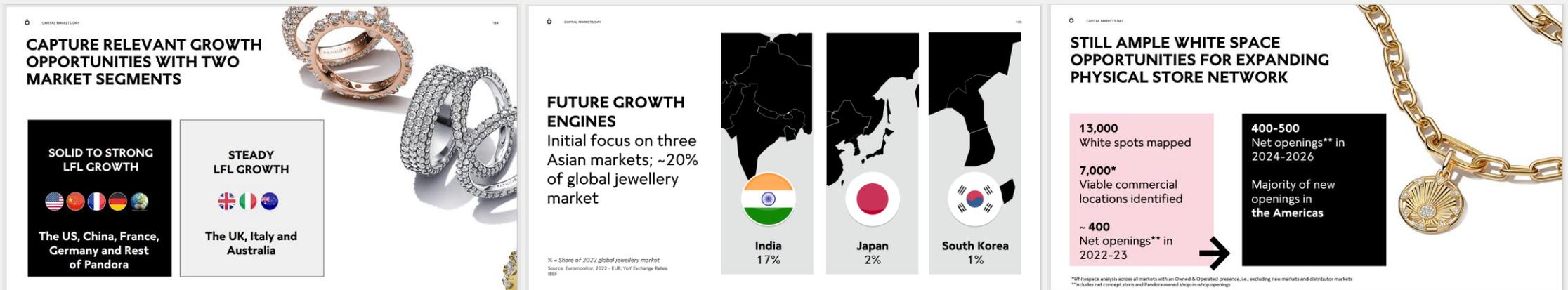
Key elements	Today	2022
Product	<ul style="list-style-type: none"> Charms and bracelets 	<ul style="list-style-type: none"> Balanced full jewellery offering Innovative product newness
Brand	<ul style="list-style-type: none"> Mass marketing 	<ul style="list-style-type: none"> Digital Brand reach Personalised consumer communication
Distribution	<ul style="list-style-type: none"> Wholesale 	<ul style="list-style-type: none"> Retail eSTORE with omni-channel integration
Manufacturing	<ul style="list-style-type: none"> Lost wax manufacturing 	<ul style="list-style-type: none"> Expanded manufacturing capabilities Efficient manufacturing

- Product innovation challenges emerged in 2016**
- Design too repetitive
 - One-dimensional manufacturing (lost wax only)
 - Non-ideal value-chain collaboration
 - Product development time too long

- Quotes dos Capital Market Days da Pandora de (i) 2018 (ii) 2023 que nos geram adicionais reflexões passíveis de cross-read para nosso estudo:
 - **Sortimento** -> *“Our refreshment of our assortment had become too repetitive, so the consumers could not see a very big difference. We have earlier stated that **around 50% of our sales comes from products which are launched within the last 12 months.**” Anders Friis, Former CEO*
 - **Manufatura** -> *“In a traditional jewelry crafting facility in the industry, due to the volume you have to combine different pieces of jewelry on this tree because you don't have the volume and because you need or it's still an advantage to fill up the flask or the mold to utilize your machine and the energy that is consumed during the process. When you combine different products into one casting, you combine maybe delicate earpiece with a chunky charm and with a ring with a big stone. These three different product types require different production, setting different parameters. For instance, on the casting temperature on the curing time but you have to make that compromise to stay cost efficient. And it does jeopardize your quality because there's only one temperature to cast from. PANDORA on the other hand, we've got the volume, meaning we're able to fill up our molds, our crafting molds with only one type of jewelry allowing us to have the exact right temperature, curing time, and other production variables for that specific casting.” Thomas Touborg, Former Senior VP of Operations*
 - **Value Proposition** -> *“(…) the unique combination of the quality and the affordability combined with the go-to-market cadence of fashion, and the fact that there is always newness. This is completely unique in the jewelry industry, and for me one of the biggest reasons for the success that we've enjoyed with PANDORA.” Minna Philipson, Former CMO*

- Quotes dos Capital Market Days da Pandora de (i) 2018 (ii) 2023 que nos geram adicionais reflexões passíveis de cross-read para nosso estudo:
 - **Value Proposition** -> *“We play in a spot between high-end luxury and fast fashion. Both those aspects allow us to target a large and cross-generational audience.” Alexander Lacik, CEO*
 - **“Stretching the brand”** -> *“So, back to our statement, there are two important ideas here. First, the idea of stretching the brand to encompass more than just charms. Secondly, that we intend to transform the perception of what our brand stands for. Pretty much every brand in our sector started with an iconic product idea, which over time allowed a brand to broaden its reach with a wider assortment, thus opening up more growth avenues. A great example of a mass brand could, for instance, be Dove started in 1957 in the U.S. as a bar soap. And today, it spans many beauty categories, like body washes, lotions, deodorants, shampoos, styling products, et cetera. It's what we label a mega brand. It's rooted in a highly relevant and distinct benefit. In this case, it's all about moisturization. There are, of course, many more examples. So, if we turn our spotlight more to the high-end luxury players, and since we're in U.K., I thought Burberry was an interesting one to look at. So, it started with its iconic gabardine raincoat back in 1888. Now, more than a century later, it spans a wide array of clothing, leather accessories, and footwear. What I'm trying to say is that stretching a brand is a very typical growth strategy.” Alexander Lacik, CEO*
 - **Verticalização** -> *“Being vertically integrated give us unrivaled conversion cost. But equally important is that we have full control to ensure an industry-leading product quality. We sell jewelry that will be part of people's everyday activities, and therefore, exposed to high wear and tear. The fact that we have less than 2% return rates means consumers are getting a top-quality product at a highly accessible price, and that's a pretty powerful combination.” Alexander Lacik, CEO*
 - **Braço de Serviços** -> *“Furthermore, in line with our charge to be recognized as a full jewelry brand, we're expanding our services portfolio. So far, we've had a very strong consumer response to our instant engraving services, where by the end of this year, we'll have equipped close to 850 stores globally. We have successfully introduced enhanced gift packaging. We offer basic repair services, cleaning services. There are pilots to offer piercing services as well as offering extended warranty programs. A sequential rollout of our loyalty program called My Pandora continues, and on a closing note, it's important to mention that we're looking to monetize those expanded services.” Alexander Lacik, CEO*

- Agenda de crescimento por geografia. Sem sinalização específica a Brasil como prioridade. Porém, grosso do crescimento via ampliação do parque de lojas vem de “Americas”.
 - *“Network expansion has played a key role here as well with both concept stores and shopping shop. But the Mexico team has complemented **the network expansion strategy with a bold marketing strategy to drive penetration**. MC reviewed that recruiting new customers is actually key in driving brand penetration. So the Mexico team used a variety of ways to get the Pandora message in front of our customers with out-of-home and in-mall advertising, and social media, in particularly with influencers. They targeted, which is also worth remembering, as slightly more affluent customers than we usually do in U.S. or in Western Europe, given the specific of the demographics in Mexico. **So we see that this type of strategy can be applied also to other markets. In particularly, as we look to expand our business in South America, its applicable -- this strategy is applicable to Mexico.**” CMD 2023, Massimo Basei, Chief of Retail*



PANDORA EM NÚMEROS

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Sales	20.281	22.781	22.806	21.868	19.009	23.392	26.463
<i>Growth YoY</i>		12,3%	0,1%	-4,1%	-13,1%	23,1%	13,1%
<i>Sell-out-growth (L-for-L)</i>	8,0%	0,0%	-4,0%	-8,0%	-12,0%	20,0%	4,0%
Gross Profit	15.223	16.966	16.942	16.919	14.534	17.802	20.190
<i>Growth YoY</i>		11,4%	-0,1%	-0,1%	-14,1%	22,5%	13,4%
<i>Gross Margin</i>	75,1%	74,5%	74,3%	77,4%	76,5%	76,1%	76,3%
Sales, distribution expenses	-3.493	-4.089	-5.090	-5.965	-5.116	-4.353	-5.629
% of Sales	-17,2%	-17,9%	-22,3%	-27,3%	-26,9%	-18,6%	-21,3%
Marketing expenses	-1.827	-2.235	-2.142	-2.696	-2.717	-3.587	-3.720
% of Sales	-9,0%	-9,8%	-9,4%	-12,3%	-14,3%	-15,3%	-14,1%
Administrative expenses	-1.982	-2.137	-2.289	-2.110	-1.702	-2.026	-2.125
% of Sales	-9,8%	-9,4%	-10,0%	-9,6%	-9,0%	-8,7%	-8,0%
EBITDA	7.921	8.505	7.421	6.148	4.999	7.836	8.716
<i>Growth YoY</i>		7,4%	-12,7%	-17,2%	-18,7%	56,8%	11,2%
<i>EBITDA Margin</i>	39,1%	37,3%	32,5%	28,1%	26,3%	33,5%	32,9%
D&A	518	721	990	2319	2315	1999	1973
% of Sales	2,6%	3,2%	4,3%	10,6%	12,2%	8,5%	7,5%
EBIT	7.403	7.784	6.431	3.829	2.684	5.837	6.743
<i>Growth YoY</i>		5,1%	-17,4%	-40,5%	-29,9%	117,5%	15,5%
<i>EBITDA Margin</i>	36,5%	34,2%	28,2%	17,5%	14,1%	25,0%	25,5%

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PP&E	1.767	2.324	2.634	2.585	2.054	1.816	2.226
<i>% Sales</i>	8,7%	10,2%	11,5%	11,8%	10,8%	7,8%	8,4%
Intangible/Goodwill	5.766	6.999	7.778	7.445	6.943	7.093	7.568
<i>% Sales</i>	28,4%	30,7%	34,1%	34,0%	36,5%	30,3%	28,6%
Goodwill	2.571	3.522	4.278	4.416	4.247	4.418	4.822
Brand	1.057	1.057	1.057	1.057	1.057	1.057	1.057
Distribution network	184	154	124	94	63	0	0
Distribution rights	1.061	1.153	1.047	1.047	1.047	1.080	1.047
Other intangible assets	893	1.113	1.272	831	529	538	642
Accounts Receivable	1.673	1.954	1.650	1.643	870	1.009	1.262
Inventories	2.729	2.729	3.158	2.137	1.949	2.991	4.211
Accounts Payable	1.622	1.706	2.253	3.095	3.211	3.267	3.131
WK	2.780	2.977	2.555	685	-392	733	2.342
<i>% Sales</i>	13,7%	13,1%	11,2%	3,1%	-2,1%	3,1%	8,9%
IC	10.313	12.300	12.967	10.715	8.605	9.642	12.136
<i>% Sales</i>	50,9%	54,0%	56,9%	49,0%	45,3%	41,2%	45,9%
Tangible IC	4.547	5.301	5.189	3.270	1.662	2.549	4.568
<i>% Sales</i>	22,4%	23,3%	22,8%	15,0%	8,7%	10,9%	17,3%
EBIT / IC	71,8%	63,3%	49,6%	35,7%	31,2%	60,5%	55,6%

- **Competidor que gera alguma preocupação perante a Vivara (em especial para a marca Life).** Dito isso, reduziu parque de lojas de ~160 para atuais 60.
- Circulou reportagem¹ na mídia sobre novo plano de expansão deles. Fato é que **compreende majoritariamente quiosques, não parece existir hoje (ainda) plano estruturado de expansão de lojas tradicionais.**
- **Histórico da marca no Brasil:**
 - **Expansão** iniciou em **2014**, aceleraram e **dobrou de tamanho até 2016.**
 - **Houve mudanças de gestão**, Brasil era operação local e passou a ser uma subsidiária de LatAm, **sendo tocada pelo México.** Começou a ter problemas que já vimos em outros exemplos (Nike Brasil p.ex.): **Sortimento errado, sub-investimento em marketing, erro de pricing..**
 - **Vendas 2021 foram menores que 2020.** Chegaram a faturar **R\$500m/ano e hoje é algo na ordem de R\$250m/R\$300m.**
 - Participamos de conversas com **agentes da indústria** que relatam Pandora ter **colocado muito preço, o que comprometeu seu affordability.**
- **Argumentos para fragilidade do modelo de negócios da Pandora no Brasil:**
 - **Produtos 100% importados** (fabricação na Tailândia) > **lead time longo, pouca responsividade** (que leva a menos flexibilidade de ajuste de sortimento, maior risco de remarcação e/ou ruptura) e **menos competitivos em preço.** Compete por estoque com diversas geografias globais.
 - **Parque de lojas majoritariamente franquias**, dificulta inclusive operar e-commerce.
 - **Operação Local com Marketing Global > Marketing digital localizado faz a diferença no negócio.**
- **Alguns trechos de conversa com a atual Head Comercial da Pandora no Brasil (Melanie Burmester) em Out/23 com insights para Vivara:**
 - *“Nosso objetivo é se diferenciar no discurso, no produto artesanal, na marca internacional. **Eu perco a cliente de ticket médio baixo, R\$200, nem temos esse cliente, é da Life, já sabemos e está tudo certo.**”*
 - *“**Foco da Pandora em posicionamento é subir na pirâmide, achamos ótimo o movimento global de premiumização do sortimento, target é ser mais aspiracional. Foco é brigar mais com Vivara e menos com Life. Pandora deve subir ticket médio.**”*

- Filtrando por categoria Pulseiras/Braceletes, tanto o **preço de entrada da Pandora é superior ao da Life (R\$690 Pandora vs R\$280 Life) como o preço médio dos SKUs disponíveis.**

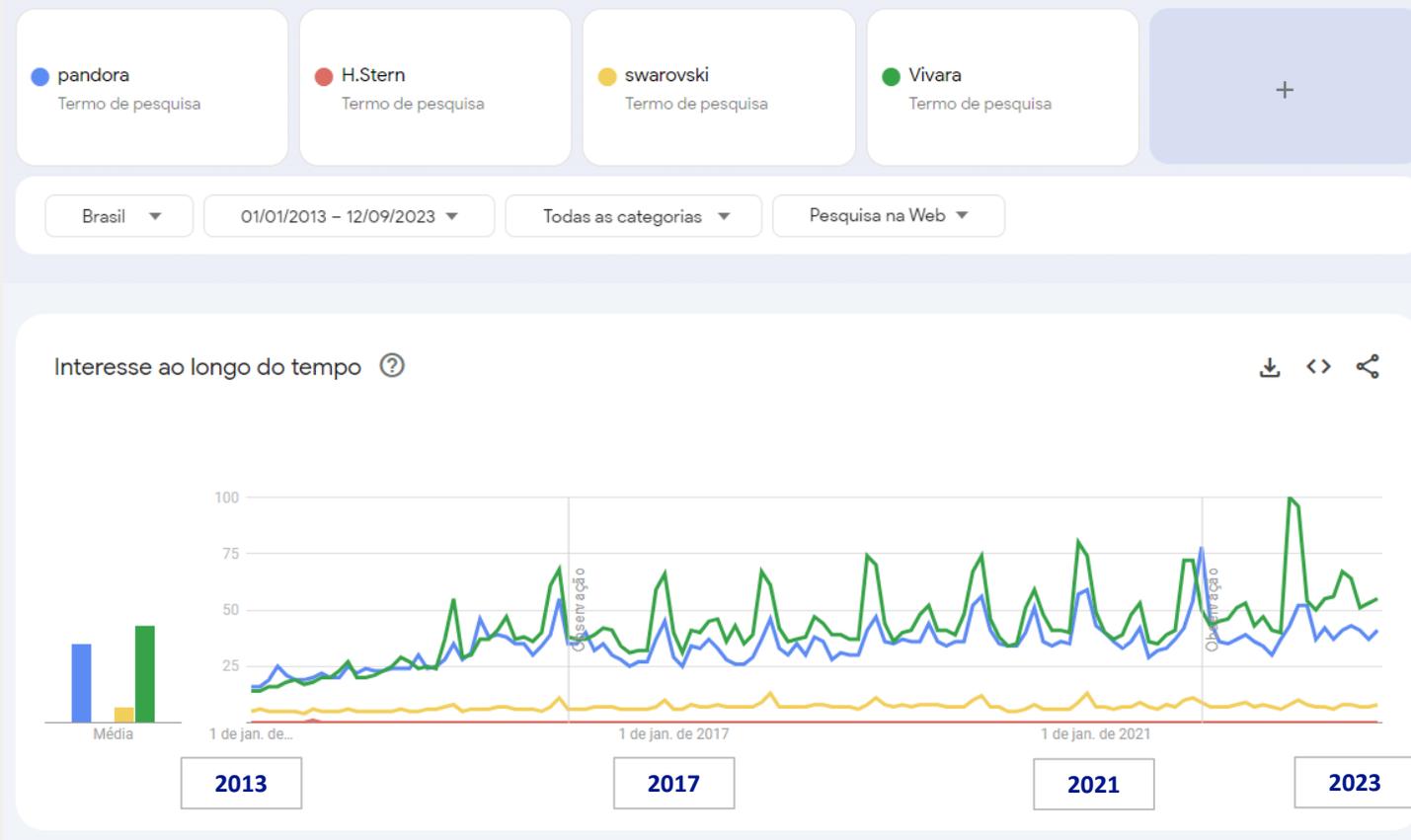


<p>LANÇAMENTO</p> <p>Pulseira Life Estrela Prata R\$ 430,00 8x sem juros de R\$ 53,75</p>	<p>LANÇAMENTO</p> <p>Pulseira Life Olho Prata R\$ 430,00 8x sem juros de R\$ 53,75</p>	<p>LANÇAMENTO</p> <p>Pulseira Life Amuleto Olho Grego Prata R\$ 280,00 5x sem juros de R\$ 56,00</p>	<p>LANÇAMENTO</p> <p>Pulseira Life Amuleto Infinito Banho Ouro Amarelo R\$ 360,00 7x sem juros de R\$ 51,43</p>
<p>LANÇAMENTO</p> <p>Pulseira Life Amuleto Hamsa Banho Ouro Rosé R\$ 320,00 6x sem juros de R\$ 53,33</p>	<p>LANÇAMENTO</p> <p>Pulseira Life Fecho Redondo Prata R\$ 550,00 10x sem juros de R\$ 55,00</p>	<p>LANÇAMENTO</p> <p>Pulseira Life Mickey Asterisco Disney Banhado Ouro Amarelo... R\$ 1.690,00 10x sem juros de R\$ 169,00</p> <p>COMPRAR</p>	<p>LANÇAMENTO</p> <p>Bracelete Life Laço Disney Banhado Ouro Amarelo... COMPRAR</p>
<p>Pulseira Life Riviera Prata Cravejado R\$ 990,00 10x sem juros de R\$ 99,00</p>	<p>Pulseira Life Riviera Prata Cravejado R\$ 780,00 10x sem juros de R\$ 78,00</p>	<p>Pulseira Life Masculina Trançado Couro Preto e Aço R\$ 390,00 7x sem juros de R\$ 55,71</p>	<p>Pulseira Life Masculina Couro Marrom Trançado Olho de Tigre R\$ 450,00 9x sem juros de R\$ 50,00</p>



<p>Bracelete Triplo Rigido Pandora Shine ★★★★★ R\$ 1.649,00 ou 10x de R\$ 164,90 sem juros</p>	<p>Bracelete Pandora Signature Pave De Prata Com Zircônia ★★★★★ R\$ 1.249,00 ou 10x de R\$ 124,90 sem juros</p>	<p>Bracelete de Couro Trançado Azul ★★★★★ R\$ 789,00 ou 10x de R\$ 78,90 sem juros</p>
<p>Bracelete Em Trama Com Fecho De Coracao Infinito Brilhante ★★★★★ R\$ 1.119,00 ou 10x de R\$ 111,90 sem juros</p>	<p>Bracelete De Corrente Cravejada Pandora Moments ★★★★★ R\$ 1.119,00 ou 10x de R\$ 111,90 sem juros</p>	<p>Bracele Rigido Pandora Moments_ Fecho Mascara Do Homem_Aranha Marvel ★★★★★ R\$ 1.249,00 ou 10x de R\$ 124,90 sem juros</p>

- Histórico de 10 anos de “Pesquisa na Web” de: (i) Vivara; (ii) Pandora; (iii) H.Stern; e (iv) Swarovski
- Por um lado, fato é que Pandora possui apelo de marca aqui no Brasil. Por outro, também evidencia a força da Vivara, maior que o próprio competidor global e muito distante dos players locais menores.



RESUMO DA TESE

INDÚSTRIA E COMPETIÇÃO

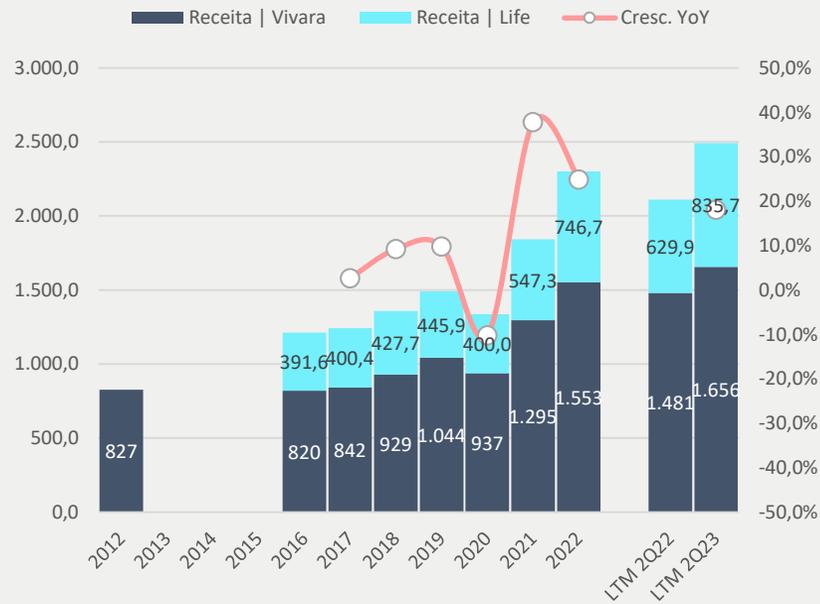
▶ **VISÃO GERAL E GOVERNANÇA CORPORATIVA**

GRUPO VIVARA: MODELO DE NEGÓCIO, OPORTUNIDADES E RISCOS

PROJEÇÕES FINANCEIRAS E VALUATION

- Vivara [IBOV: VIVA3] vale R\$7,7bi (@32,49). Balanço net cash (-0,1x). Negocia a 16x lucro 2024e.
- **Maior varejista do mercado de jóias brasileiro, 15% de share sobre o mercado de jóias formal** (contemplando o informal, poderia ser até metade disso), **parque de 357 lojas, caminhando para faturar R\$2.8bi em 2023**. Mercado fragmentado, 2º maior competidor (Pandora) com 2% de share.
- Empresa conta com **duas marcas**: (i) **Vivara**, marca legado, preponderante em ouro, já bastante penetrada; e (ii) **Life**, foco em prata, **aposta do crescimento marginal da empresa**;
- **Modelo verticalizado** e situado em região de incentivos fiscais (ZFM). **Economics impressionante, varejista que roda a 25%+ de ROIC.**

VIVA - Receita Bruta (R\$ MM, Líq. de Devoluções)

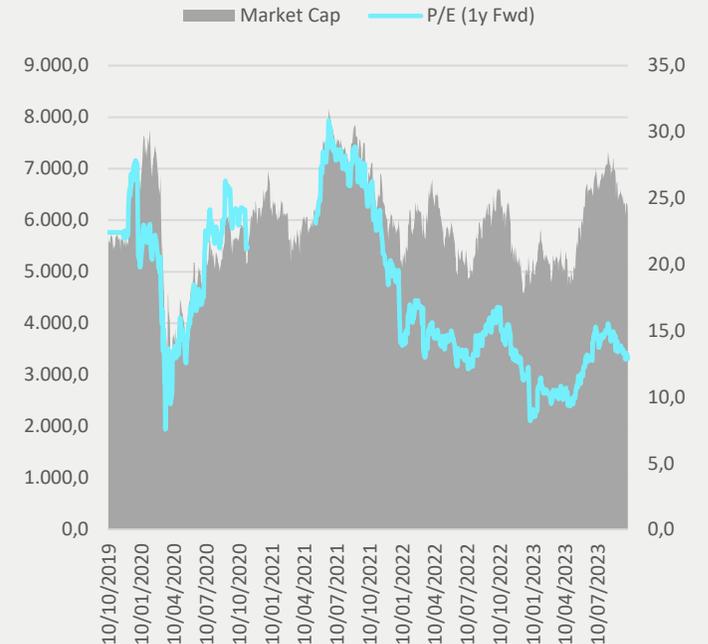


CAGR: +11,3%

VIVA - EBITDA (R\$ MM) e Margem



VIVA3 - Market Cap (R\$ Milhões) e P/E



Fonte: Informações Públicas Vivara, Bloomberg, Mar Asset Management.

BASE ACIONÁRIA

- No IPO, família Kaufmann fez secundária de 1,8bi e primária de R\$453m
- Conflito entre Nelson Kaufman e Marcio Kaufman (Pai e Filho) em função de autonomia interna do Marcio (CEO à época). Parece que gerava algum grau de confusão interna.
- Marcio Kaufmann renunciou ao cargo de CEO em fev/21 e vem vendendo sua participação desde o ano passado.
- Acordo de acionistas regrido as vendas.
- Histórico dos Desinvestimentos (Partiu de 20% do capital):
 - Out/22: Marcio atinge 14,5% do capital. Vendeu para Nelson Kaufman, que passa a ter 24,6% da companhia.
 - Mar/23 a Mai/23: Marcio atinge 7,8% de participação. Vendas a mercado.
 - Jun/23: Marcio atinge 5,2% de participação. Venda a mercado (@27,35).
 - Ago/23: Última venda a mercado, vendeu 7 milhões de ações, ~3% da cia.
- Após o último bloco, restou 2,28% da cia nas mãos do Marcio, dos quais 2% estão vinculados ao acordo de acionistas que veda a venda.
- Família tem 45%+ do capital votante.

Vendedores	Quantidade de Ações			Preço Oferta	Volume Financeiro		
	Primária	Secundária	Total		Primária	Secundária	Total
Nelson Kaufmann		56.921		R\$ 24,00		R\$ 1.366.106	
Marcio Kaufmann		9.452		R\$ 24,00		R\$ 226.838	
Marina Kaufman		6.076		R\$ 24,00		R\$ 145.825	
Paulo Kruglensky		2.025		R\$ 24,00		R\$ 48.608	
TOTAL	18.895	74.474	93.369	R\$ 24,00	R\$ 453.472	R\$ 1.787.378	R\$ 2.240.849

Holder Name	Portfolio Name	Source	Opt	Position	% Out	Latest Chg	File Dt
1. MONTEIRO KAUFMAN MARCIO		EXCH	All	47,239,554	20.00	0	11/23/21
2. KAUFMAN NELSON		EXCH	All	46,436,481	19.66	0	11/23/21
3. KAUFMAN BUENO NETTO MARINA		EXCH	All	33,067,688	14.00	0	11/23/21
4. Verde Asset Management SA		EXCH	All	11,753,650	4.98	-292,436	05/23/22
5. KRUGLENSKY PAULO		EXCH	All	10,014,785	4.24	0	11/23/21
6. Credit Suisse Hedging-Griffo Wealth M...	Multiple Portfolios	MF-AGG	All	6,246,285	2.64	-241,326	04/30/23
7. Neo Gestao de Recursos Ltda	Multiple Portfolios	MF-AGG	All	4,725,598	2.00	768,190	02/28/23
8. Truxt Investimentos Ltda/Fund Parent	Multiple Portfolios	MF-AGG	All	3,968,416	1.68	72,678	02/28/23
9. BlackRock Inc		ULT-AGG	All	3,738,274	1.58	-220	06/28/23
10. Atmos Capital Gestao de Recursos Ltda	Multiple Portfolios	MF-AGG	All	3,707,386	1.57	-411,152	02/28/23
11. Banco Bradesco SA		ULT-AGG	All	3,632,493	1.54	206,657	05/31/23
12. BW Gestao de Investimentos Ltda	Multiple Portfolios	MF-AGG	All	3,600,151	1.52	1,969,219	04/30/23
13. Xp Asset Management		ULT-AGG	All	3,586,002	1.52	-768,251	05/31/23
14. Sharp Capital Gestora de Recursos Ltd...	Multiple Portfolios	MF-AGG	All	3,568,363	1.51	69,143	02/28/23
15. Vanguard Group Inc/The		ULT-AGG	All	3,199,926	1.35	-349,669	05/31/23
16. Kinea Investimentos Ltda	Multiple Portfolios	MF-AGG	All	2,851,705	1.21	203,320	03/31/23
17. Ibiuna Investimentos	Multiple Portfolios	MF-AGG	All	2,732,080	1.16	88,804	04/30/23
18. Itau Unibanco Holding SA		ULT-AGG	All	2,704,883	1.15	787,131	06/28/23
19. Tork Capital Gestao de Recursos Ltda\...	Multiple Portfolios	MF-AGG	All	1,925,582	0.82	-323,719	02/28/23
20. NORTE ASSET MANAGEMENT GESTAO	Multiple Portfolios	MF-AGG	All	1,763,971	0.75	223,300	02/28/23
21. Icatu Vanguarda Administracao de Rec...	Multiple Portfolios	MF-AGG	All	1,373,034	0.58	-111,704	02/28/23
22. Dahlia Capital Ltd/FundParent	Multiple Portfolios	MF-AGG	All	1,342,100	0.57	-105,700	03/31/23
23. SAFRA GROUP		ULT-AGG	All	1,227,454	0.52	21,154	05/31/23
24. FIL Ltd		ULT-AGG	All	1,001,253	0.42	-6,552	04/30/23
25. CAPSTONE PARTNERS GESTAO	Multiple Portfolios	MF-AGG	All	938,098	0.40	17,780	02/28/23

 <p>João Cox Neto Presidente</p>	 <p>Marina Kaufman Bueno Netto Membro</p>	 <p>Fábio José Silva Coelho Membro</p>	 <p>Tarcila Reis Corrêa Ursini Membro</p>	 <p>Anna Andrea Votta Alves Chaia Membro</p>
<p>Conselheiro de Carreira.</p> <p>Chairman ou Vice Chairman de:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Petrobras - Braskem - TIM - Claro <p>Foi executivo de Carreira na indústria de Telecom, CEO da Claro.</p>	<p>Filha do Marcio Kaufmann. Atua na Vivara desde 2007.</p>	<p>Atual CEO Google Brasil.</p> <p>Foi CEO do braço de negócios digitais da AT&T no US e VP de Marketin LatAm.</p> <p>Experiência previa em posições de Marketing/Vendas em empresas de bens de consume (Gillette, Quaker)</p>	<p>Hoje é Operating Partner do Private Equity EB Capital (Pedro Parente é sócio).</p> <p>Viés dela é ESG, CV lotado de posições em diversos assentos de conselho como representante da pauta ESG.</p>	<p>Foi board member da ZAMP por alguns anos.</p> <p>Foi CEO:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Samsonite LatAm - L'Occitane Brasil <p>Outras empresas que passou:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Natura - Whirlpool Corporation - Unilever - AMEX

DIRETORIA EXECUTIVA

- **CEO e Diretora de Marketing são membros da família**, sobrinho e filha do ex CEO (Marcio).
- Ponto de atenção: **Duas executivas c-level renunciaram em 2023.**
- Nova estrutura pós movimentações na diretoria:
 - **Cadeira Helena: Marina Canto** (Ex Diretora de Life) **assumiu integralmente a diretoria de Produtos** e possui 3 Gerentes Executivos abaixo (1 na categoria de relógios, 1 para Life e 1 para Vivara). **Otávio** (CFO) **assumiu área de Planejamento Comercial**;
 - **Cadeira Patricia: Área de Marketing absorveu área de SAC, Área de Produtos** (Marina Canto) **absorveu Assistência técnica e Compras**, e **Paulo** (CEO) **absorveu Logística** e está com um Gerente Executivo embaixo.
- **CEO tem 4% da empresa e Marina tem 14%.**

 <p>Paulo Kruglensky Diretor Presidente e Operações</p>	 <p>Otavio Chacon do Amaral Lyra Diretor Financeiro e Relações com Investidores</p>	 <p>Marina Kaufman Diretora de Marketing Membro</p>	 <p>Patricia Butrico Diretora</p>	 <p>Helena Spindel - 2nd</p>
<p>CEO</p> <p>Sobrinho do Marcio Kaufmann.</p> <p>4 anos de Vivara, 2 anos como COO e 2 anos como CEO (since 2021).</p> <p>Experiência previa: Foi CEO por 12 anos da ETNA, empresa que também é da família Kaufman. Saiu em 2019 para tocar a Vivara.</p>	<p>CFO</p> <p>Foi DRI da Vivara entre ago/19 e mar/20, data que passou a ocupar o cargo de CFO após o desligamento do executivo anterior (Josemir da Silva)</p> <p>Foi CFO/DRI:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Netshoes (2016 a jun/2019); - Brasil Pharma (2012 a 2016); <p>Experiências prévias: Volkswagen MAN Latin America</p>	<p>Head Marketing</p> <p>Filha do Marcio Kaufmann.</p> <p>Atua na Vivara desde 2007. Ocupa a cadeira de Diretora de Marketing desde 2010.</p> <p>Atuou nas seguintes áreas:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Operação de Loja - Produto e Marketing - Pessoas <p>Atuante na estratégia de construção das marcas Vivara e Lilfe.</p>	<p>COO</p> <p>Executiva responsável pelas áreas de Produto, Engenharia, Fábrica, Operações, Compras, Logística e Atendimento ao Cliente.</p> <p>Trabalhou por 7 anos na Vivara (Diretora Comercial e de Produto), saiu em 2009 para ser Diretora de Planejamento da Jack Vartanian, cargo que ficou por 2 anos e, em 2013 retornou para a Vivara.</p> <p style="text-align: center; border: 1px solid red; padding: 5px;">SAIU EM OUT/23</p>	<p>Ex Diretora de Produto</p> <p>Permaneceu por 14 anos na Vivara exercendo posições de diretoria de produto e marca.</p> <p>Renunciou ao cargo em Mai/23.</p> <p style="text-align: center; border: 1px solid red; padding: 5px;">SAIU EM MAI/23</p>

RESUMO DA TESE

INDÚSTRIA E COMPETIÇÃO

VISÃO GERAL E GOVERNANÇA CORPORATIVA

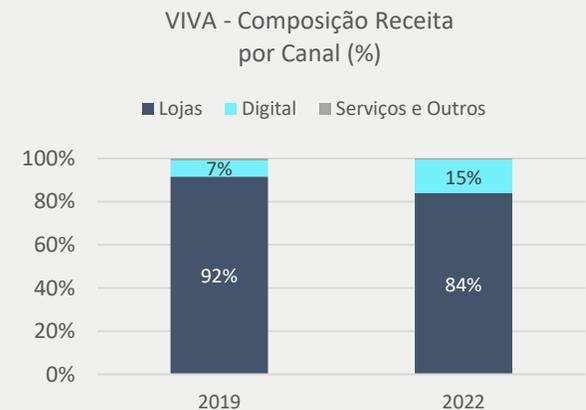
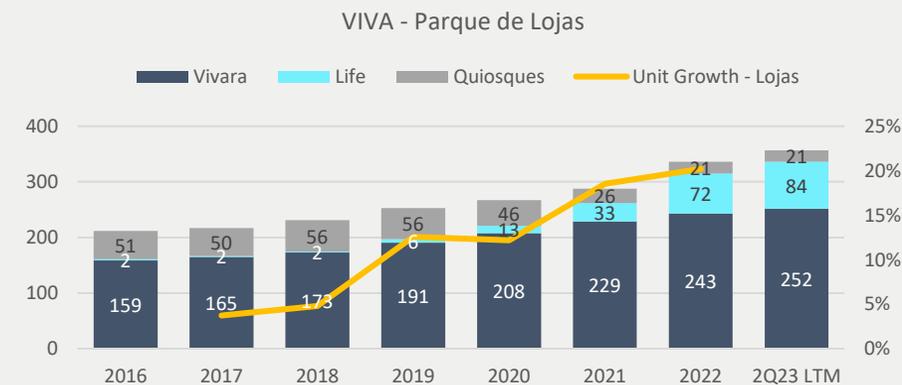
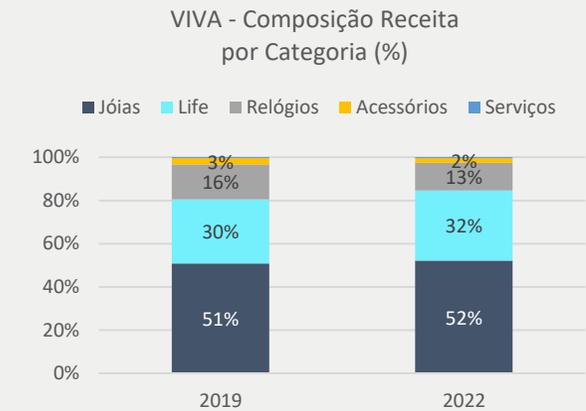
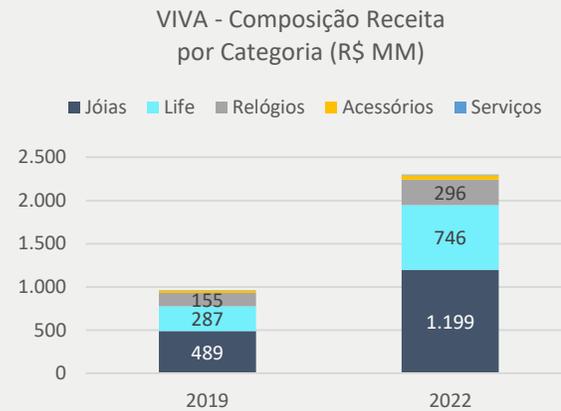
▶ **GRUPO VIVARA: MODELO DE NEGÓCIO, OPORTUNIDADES E RISCOS**

PROJEÇÕES FINANCEIRAS E VALUATION

- **1962:**
 - Após WW II, família Kaufman imigra no Brasil (vindo da Romênia). Com experiência em joalheria e alguns ourives na família, decidem investir no segmento no país. David Kaufman abre a 1ª loja no centro da cidade de SP, e opera junto com seu filho, Nelson Kaufman.
 - Operação nasceu com posicionamento democrático, conhecida por “manter as portas abertas”, diferentes das demais joalheiras à época.
- **Década de 80 a 90**
 - **1981:** Primeira loja Vivara em shopping center. Aqui começou a incipiente ideia de conectar indústria com o varejo.
 - **1992:** Nesse momento com 10 lojas, inauguram fábrica na Zona Franca de Manaus.
 - **1993:** Início da expansão para fora de São Paulo, região Nordeste e, posteriormente, Norte.
- **Anos 2000:**
 - **2000:** Atingem o marco de 25 lojas. **Aqui começa a ser mais vocal o ímpeto de construção de equity de marca** e o caminho foi inicialmente via mídia paga. Em paralelo, início de ampliação de sortimento, peças com mais design e início do conceito de coleções.
 - **2003:** Inclui no sortimento a categoria de relógios.
 - **2007:** Parque de 80 lojas. 1ª campanha com Gisele Bündchen como influenciadora da marca (movimento tido como game changer).
- **Década 2010 – 2019:**
 - **2010:** Atingem o marco de 100 lojas. Márcio Kaufman (filho do Nelson) assume como CEO. Planejamento estratégico direcionado na expansão de público alvo, foco em atingir classe C. Parceria com Alice Ferraz, agência de gerenciamento de influencers.
 - **2011:** Lançamento “Life by Vivara” – Linha de Prata (e hoje é o vetor de crescimento marginal da empresa). Motivação foi abranger público jovem, buscando jóia “fast-fashion like”.
 - **2012 – 2016:** Lançamento do E-commerce em 2012 e início da Jornada Omni em 2016.
 - **2019:** **IPO. Até então, estrutura societária 100% família, cresceram com FCF do negócio e inclusive direcionando parte para pagar conta da ETNA. Pós oferta, passaram a ter 60% da cia (secundária de 1,8bi e 0,5bi de primária).**
- **2021 – 2022:**
 - **2021:** Aqui começa o projeto Life como marca stand alone, e inicia-se a expansão de um novo modelo de lojas exclusivo.
 - **2022:** Concretizou maior plano de expansão da história da companhia (53 novas lojas), encerrando o ano com 336 pontos de venda em 23 estados + DF, sendo 243 Vivara, 72 Life e 21 quiosques. A família também é dona da ETNA no Brasil.

RECEITA DO GRUPO

- Grupo Vivara faturou R\$2,5bi nos LTM do 2Q23 2022.
 - Ganho de share recente fruto de ganho de produtividade (+) aceleração do plano de expansão (Pisaram no acelerador pós IPO).
 - Ticket Médio: (i) Vivara: R\$1.100; (ii) Life: R\$400. Faturamento praticamente todo em shopping centers.
 - 60% das compras feitas por mulheres, 90% das vendas produtos femininos. Aspiracional p/ classes B/C, baixa rejeição classe A. NPS 90.

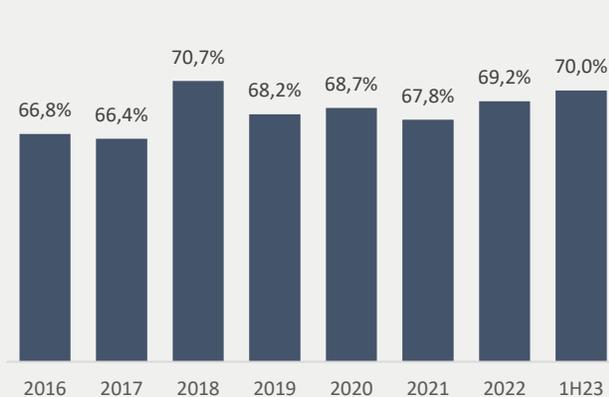


Fonte: Informações Públicas Vivara, Mar Asset Management

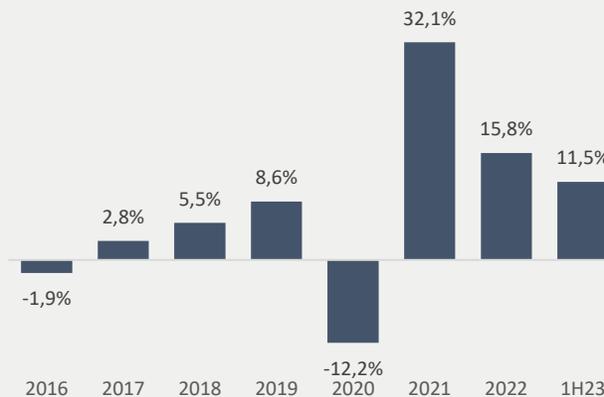
MODELO VERTICALIZADO E SEUS MÉRITOS

- **80% da produção** é fabricado em **Manaus (ZFM)**.
 - Produzem **4M de peças/ano**. Estão dobrando o capacity agora com nova fábrica, investimento de R\$40m/R\$45m, capacidade ociosa para toda a expansão de Life, fábrica habilitada em módulo. Fábricas de manaus tem **3 linhas de produção: Jóias, Life e Relógio**.
- É a única empresa no Brasil que compra da matéria prima direto das mineradoras e não via distribuidor, não tem benefício econômico nisso mas garante rastreabilidade do metal adquirido (boas práticas de ESG):
 - **Ouro:** Anglo Gold; **Prata:** COIMPA (grupo belga que atua no Brasil)
- O real mérito parece ser **flexibilidade através da produção própria** (fora o aproveitamento dos benefícios fiscais da ZFM).
 - Conseguem **mitigar a volatilidade da matéria prima** (ouro) via **ajuste de produtos** (gramatura do metal etc) e pode segurar compra do ouro. Assim, mantém **mg bruta bem estável**. A orientação é sempre equacionar o price point. **“Produto desenhado de trás pra frente, design orientado a custo”**.
 - Por mais contraintuitivo que possa ser, perda de valor do ouro não é positivo para Vivara, pois perde competitividade com concorrentes que não tem produção própria para mitigar efeito do ouro.

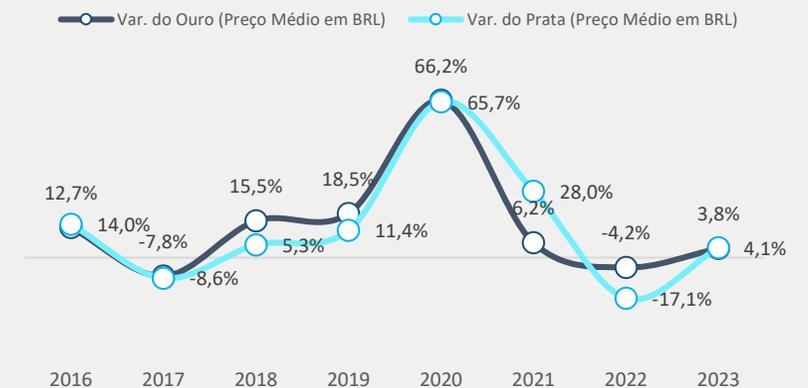
VIVA - Margem Bruta Consolidada



VIVA – SSS Consolidado (Lojas + Digital)



VIVA - Variação Ouro e Prata (Em R\$)



Life começa a jogar pra cima a margem bruta consolidada

RECONSTRUÇÃO DO CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS

- Do CMV da Vivara, 90% é matéria prima.
- No intuito de reproduzir a conta do mark-up, parece fazer sentido as referências que a cia passa, tanto pro ouro como para prata.
- Mark-downs parecem ser bastante irrepresentativos. Fazem uma liquidação “disfarçada” através da Semana do Ouro, na qual o cliente vende sua jóia para a Vivara a 15% de prêmio no preço spot do ouro mas com a obrigação de comprar produto na loja de maior valor agregado. Conta fecha na volumetria para a loja e com o “investimento” de margem sem criar conotação de “sale” para a marca.

	2020	2021	2022
Custo da Mercadoria Vendida (Ex D&A)	327,5	471,7	567,9
% Receita	31,3%	32,2%	30,8%
Custo de Mercadorias e Produtos p/ Revenda	304,5	434,2	508,3
% Receita	29,1%	29,6%	27,6%
% CMV	93,0%	92,0%	89,5%
Pessoal	20,3	32,1	52,5
% Receita	1,9%	2,2%	2,8%
% CMV	6,2%	6,8%	9,2%
Energia, Água e Telefone	0,7	1,5	1,6
% Receita	0,1%	0,1%	0,1%
% CMV	0,2%	0,3%	0,3%
Fretes	2,1	3,9	5,5
% Receita	0,2%	0,3%	0,3%
% CMV	0,6%	0,8%	1,0%

(A)
 (B)
 (C) = (A) * (B)
 (D)
 E = (C) / (D)
 (F)
 (G)
 (H) = (E) * (F) * (G)
 (I) = (H) / 0,85 * 0,15
 (J) = (H) + (I)
 (K)
 (L) = (K) / (J)



**Aliança Ouro Amarelo
Lovely**

R\$ 3.790,00
10x sem juros de R\$ 379,00

Onça de Ouro (Em US\$, preço médio 2022)	\$1.802,5
FX (BRL/USD)	R\$ 5,00
Onça de Ouro (Em BRL)	R\$ 9.012,3
Onça de Ouro (Peso em gramas)	28
1 Grama de Ouro (Em BRL)	R\$ 321,9

Aliança 4mm (Peso em gramas)	4
Ouro 18k % do Ouro na composição	75%
Custo de Ouro (Em BRL)	R\$ 965,6
Assumindo que Ouro é 85% do CMV, 15% adicional	R\$ 170,4
CMV Total da Peça	R\$ 1.136,0

Preço de Venda	R\$ 3.790,0
Mark-Up	3,3x

DESCRIÇÃO E COMPOSIÇÃO

- Material: ouro amarelo
- Cód: AN00048714
- Largura: aproximadamente 4 mm



Aliança em Prata

R\$ 350,00
7x sem juros de R\$ 50,00

Onça de Prata (Em US\$)	\$21,8
FX (BRL/USD)	R\$ 5,00
Onça de Prata (Em BRL)	R\$ 108,9
Onça de Prata (Peso em gramas)	28
1 Grama de Prata (Em BRL)	R\$ 3,9

Aliança 6mm (Peso em gramas)	10
% da Prata na composição	93%
Custo de Prata (Em BRL)	R\$ 36,0
Assumindo que Prata é 80% do CMV, 20% adicional	R\$ 9,0
CMV Total da Peça	R\$ 45,0

Preço de Venda	R\$ 350,0
Mark-Up	7,8x

DESCRIÇÃO E COMPOSIÇÃO

- Material: Prata
- Cód: AN00053750
- Largura: aproximadamente 6 mm

O QUE SÃO OS DIFERENCIAIS DO MODELO DE NEGÓCIO?

▪ PRODUTO

- **Produto em si é diferenciado? Não parece ser.** O produto é bom, mas replicável..

▪ ESCALA -> PREÇO

- **Aqui é relevante, boa equação de preço e posicionamento democrático.**
- **O que viabiliza isso, em parte, é a fabricação própria e o benefício fiscal, que garante competitividade de preço com boas margens** (Design cost driven).
- A produção própria é um jogo de lote mínimo:
 - Cada tipo de produto distribuído tem que ter uma volumetria mínima para justificar economicamente a verticalização.
 - É comum ver fábricas menores produzindo somente alianças (exemplo Montecarlo e H.Stern), produto não perecível, commodity, no limite conseguem acelerar produção e estocar. Vivara na década de 90 só tinha produção de alianças, quando cruzou o marco de 100 lojas viabilizou iniciar a verticalização de outras linhas de produto. Só com 50 lojas (parque dos peers que produzem na ZFM) não justifica outras categorias.
 - Para exemplificar: Alianças é a categoria de menor margem da Vivara, precificação não é competitiva.
- **Escala também permite verba expressiva de marketing – Investiram R\$107m em 2022.**

▪ MARCA

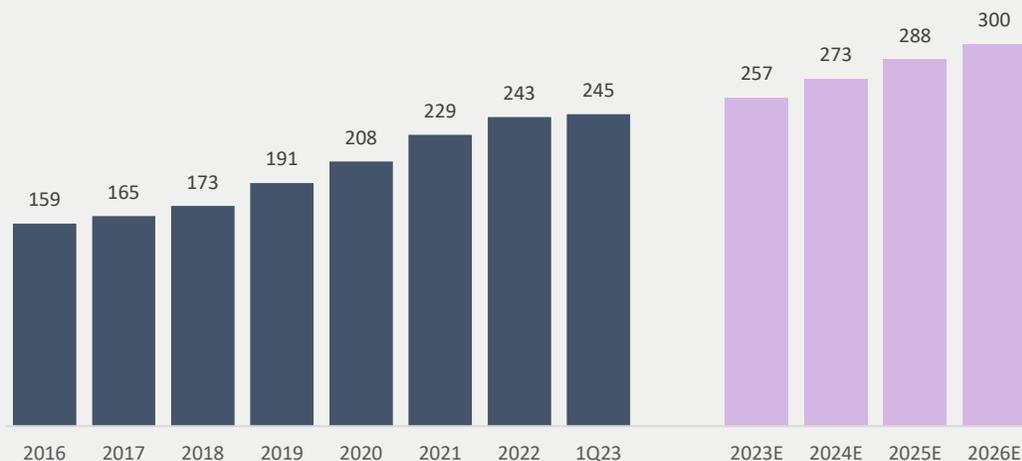
- **Equity de marca e reliability** são características importantes nesse negócio, **dado a percepção de maior valor agregado.**
- **Marca democrática, transita bem com classes A a C, sendo aspiracional para B/C e ,aparentemente, baixa rejeição com A.**
- **Parcerias estratégicas** (Gisele, Marina Ruy Barbosa, Cauã Reymond) parecem ter tido **papel relevante na construção de marca.**
- **Sobre Life, quote de conversa com CEO:** *“Por que eu precisaria deixar de assinar Vivara em Life? Só podemos deixar de assinar após uma construção de marca. Hoje em pesquisa de awareness, 95% conhecem Vivara vs 55% Life.”*
- **Quote da conversa feita com a head comercial da Pandora no Brasil:** *“Vivara usa embaixadoras de marca e faz trabalho democrático, ganha mercado com isso e capilaridade.”*

▪ GESTÃO

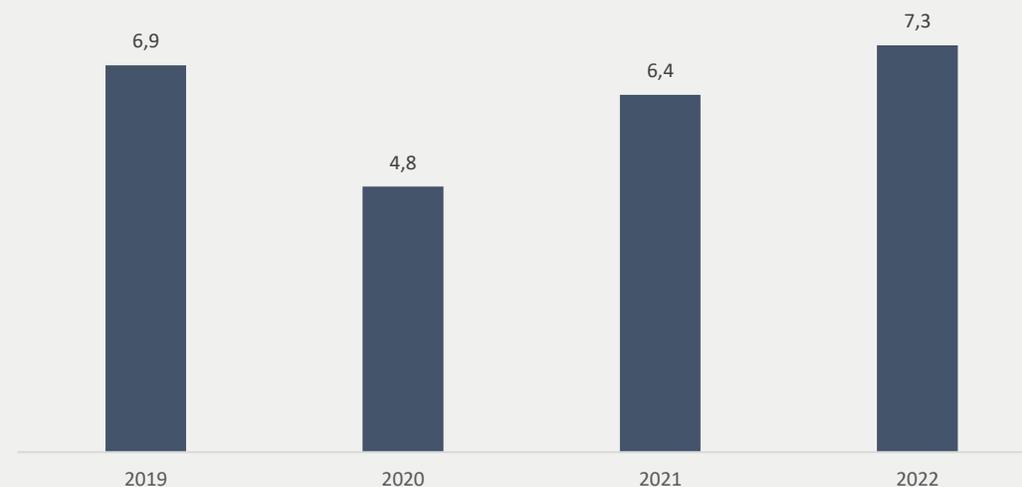
- **Empresa vende “caro” a capacidade de gestão, cultura cost driven.**
- Extende para o time de loja, intensivos em treinamentos, **vendedor é importante para conversão.** Falam que gerente de loja ganha R\$10k/mes e vendedor(a) R\$4k/mês.**Em uma indústria altamente informal e com players, em sua grande maioria, pequenos, pode ser algum diferencial.**

- Oportunidade de novas lojas na marca Vivara parece ser limitada, **marca próxima à saturação**.
 - Já penetrada em 40%+ dos shoppings no Brasil.
 - Palavras da gestão: **“300 parece ser o muro”**.
 - Falam de potencial de expansão para América Latina, mercados igualmente fragmentados etc, mas é outro risco e aparentemente não há nenhuma agenda interna em prol dessa avenida.
- **O que ainda tem para abrir são lojas menos produtivas -> Venda média esperada de R\$3,5m vs R\$7m da média da base instalada (Range da base é amplo, loja vendendo R\$4m e R\$13m).**

Vivara Brand - # de Lojas



Vivara Brand - AUV (R\$ MM)



Aqui dentro inclui vendas de Life dentro da Vivara:
Life é 20% da venda e 70% do volume da Vivara.

UNIT ECONOMICS DAS PRÓXIMAS SAFRAS DE VIVARA

- Ainda que bem menos produtivas, conta fecha com menor capital empregado (não paga luva) e menor SG&A.
 - Vivara é aspiracional para os shoppings em que estão inaugurando, logo conseguem bons deals em que, não só não pagam luva, mas custo de ocupação é muito baixo.
 - Ainda é um bom ROIC.

UNIT ECONOMICS VIVARA	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5
RECEITA OPERACIONAL BRUTA	R\$ 2.400	R\$ 2.700	R\$ 3.000	R\$ 3.000	R\$ 3.000
VENDA MADURA	R\$ 3.000				
MATURAÇÃO	80,0%	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%
SSS (%)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
IMPOSTOS / DEDUÇÕES	-R\$ 480	-R\$ 540	-R\$ 600	-R\$ 600	-R\$ 600
% ROB	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	R\$ 1.920	R\$ 2.160	R\$ 2.400	R\$ 2.400	R\$ 2.400
Cresc.	-	12,5%	11,1%	0,0%	0,0%
CMV	-R\$ 614	-R\$ 691	-R\$ 768	-R\$ 768	-R\$ 768
% ROL	-32,0%	-32,0%	-32,0%	-32,0%	-32,0%
LUCRO BRUTO	R\$ 1.306	R\$ 1.469	R\$ 1.632	R\$ 1.632	R\$ 1.632
MARGEM BRUTA	68,0%	68,0%	68,0%	68,0%	68,0%
DESPESAS 4-WALL	-R\$ 802	-R\$ 827	-R\$ 852	-R\$ 852	-R\$ 852
% ROL	-41,8%	-38,3%	-35,5%	-35,5%	-35,5%
PESSOAL	-R\$ 400				
% ROL	-20,8%	-18,5%	-16,7%	-16,7%	-16,7%
ALUGUEL E UTILITIES	-R\$ 200				
% ROL	-10,4%	-9,3%	-8,3%	-8,3%	-8,3%
MARKETING	-R\$ 115	-R\$ 130	-R\$ 144	-R\$ 144	-R\$ 144
% ROL	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%
FRETE	-R\$ 38	-R\$ 43	-R\$ 48	-R\$ 48	-R\$ 48
% ROL	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
MDR	-R\$ 48	-R\$ 54	-R\$ 60	-R\$ 60	-R\$ 60
% ROL	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%
EBITDA 4-WALL	R\$ 504	R\$ 642	R\$ 780	R\$ 780	R\$ 780
MARGEM 4-WALL	26,3%	29,7%	32,5%	32,5%	32,5%

UNIT ECONOMICS VIVARA	ANO 0	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5
CAPITAL INVESTIDO CAPEX + WC	R\$ 2.179	R\$ 2.332	R\$ 2.486	R\$ 2.486	R\$ 2.486	R\$ 2.486
CAPEX ABERTURA	R\$ 950	R\$ 0				
CAPEX LUVA	R\$ 0					
CAPEX REFORMA	R\$ 0					
DELTA WK	R\$ 1.229	R\$ 154	R\$ 154	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0
CAPITAL DE GIRO	R\$ 1.229	R\$ 1.382	R\$ 1.536	R\$ 1.536	R\$ 1.536	R\$ 1.536
ÍND. DE COBERTURA DE ESTOQUE 6M		4,00x	4,00x	4,00x	4,00x	4,00x
% ROB		57,6%	56,9%	51,2%	51,2%	51,2%
EBITDA 4-WALL		R\$ 504	R\$ 642	R\$ 780	R\$ 780	R\$ 780
MARGEM 4-WALL		26,3%	29,7%	32,5%	32,5%	32,5%
DEPRECIÇÃO CONTÁBIL		-R\$ 95				
ABERTURA (10 ANOS)		-R\$ 95				
EBIT		R\$ 409	R\$ 547	R\$ 685	R\$ 685	R\$ 685
MARGEM EBIT		21,3%	25,3%	28,5%	28,5%	28,5%
IMPOSTO DE RENDA		-R\$ 61	-R\$ 82	-R\$ 103	-R\$ 103	-R\$ 103
% EBIT		-15,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%
NOPAT		R\$ 348	R\$ 465	R\$ 582	R\$ 582	R\$ 582
MARGEM NOPAT		14,5%	17,2%	19,4%	19,4%	19,4%
ROIC		14,9%	18,7%	23,4%	23,4%	23,4%

VIVARA: GERAÇÃO DE CAIXA DO LEGADO

- No intuito de estimar o potencial de geração de caixa da marca Vivara, fazemos o exercício abaixo em um cenário de P&L e desembolsos de caixa normalizados/recorrentes.
- Concluimos que o legado gere algo na ordem de R\$290m. O plano de expansão demanda algo entre R\$100m/R\$120m de CapEx novas lojas/ano e R\$200m na média de WK, ou seja, geração de caixa do legado abarca as necessidades de caixa da agenda de expansão da empresa.**

	2023E	PRO FORMA	
Receita Operacional Bruta	2.755,8	2.866,1	
<i>Cresc. YoY</i>		4,0%	
Imposto sobre Receita	-573,7	-616,2	
% ROB	-20,8%	-21,5%	> Alíquota recorrente pós normalização da dinâmica de estoque. Não assume nenhum efeito da MP 1.185 (Detalhes à frente na apresentação);
Receita Operacional Líquida	2.182,1	2.249,9	
CMV e SG&A	-1.687,9	-1.755,4	
<i>Cresc. YoY</i>		4,0%	
% ROL	-77,4%	-78,0%	> Não assumindo qualquer eventual benefício de CMV ou otimização de SG&A;
EBITDA	494,2	494,4	
<i>Margem EBITDA</i>	22,6%	22,0%	
IRPJ/CSLL Caixa	-50,5	-59,3	
% EBITDA	-10,2%	-12,0%	> Alíquota recorrente pós normalização da dinâmica de estoque. Não assume nenhum efeito da MP 1.185 (Detalhes à frente na apresentação);
WK	1.171,2	1.218,1	> Assume WK Recorrente e não o efetivamente reportado com o problema de estoque de fábrica e novas Lojas. Não considera eventuais otimizações de WK que possam ocorrer nos próximos anos
% ROB	42,5%	42,5%	
Delta WK		-46,8	
FCO		388,3	
<i>EBITDA to FCO Conversion</i>		78,5%	
FCI [CapEx]	-131,9	-96,9	
% Receita	-4,8%	-3,5%	
Novas Lojas	-	-	> Sem abertura de Loja;
Reformas e Manutenção	-37,3	-38,8	
% ROB	-1,4%	-1,4%	
Sistemas e Tecnologias	-37,5	-39,0	
% ROB	-1,4%	-1,4%	
Fábrica e Outros	-57,1	-19,0	> Zerando CapEx construção nova fábrica;
FCO (-) FCI		291,4	
Resultado Financeiro		0,0	> Balanço net cash;
FCF		291,4	

- **Histórico**
 - **Linha de prata criada em 2011** (“Life by Vivara”) vendida em lojas da Vivara.
 - Tentaram um licenciamento com Pandora aqui no Brasil, negaram, e aí fizeram sozinhos.
 - Catch para lojas próprias: Percepção do cliente olhar Vivara e não perceber haver produtos com price point mais barato. Conceito “presenteáveis”.
 - Análogo à história da Vivara, **firmaram parceria estratégica com Marina Ruy Barbosa**.
 - Hoje **150k clientes**, dos quais **40%+** são **CPFs novos**.
- **Receita**
 - **Ticket médio R\$400** (1/3 da Vivara). 4 sub categorias: (i) e (ii) Moments (Pulseiras e Pingentes); (iii) Comerciais (Alianças, etc); e (iv) Acessórios.
 - Marca começou com os **pingentes e pulseiras**. Hoje essa categoria já é **35% das vendas (para referência, faturamento da Pandora Global é 63% dependente dessa categoria)** e em viés de redução. **Coleções representam 50% da venda**.
 - Complexo analisar volume: **Volume está de lado mas mix com preços maiores** (brinco = pingente+pulseira) > maior AUV.
- **Sortimento**
 - **1.200 SKUs** (mais que a própria Vivara). **Life demanda mais profundidade de grade, lançam mais produtos** (duas coleções/mês), maior giro.
 - **Mark up da Life 9x vs 3x da Vivara**. Isso ocorre pois custo da prata é muito mais barato que o ouro. **1g de ouro é R\$300 e prata é R\$4**.
- **Ou seja, a matemática é: Ticket médio menor compensado por maior giro e maior mark up.**
- **Trechos adicionais da conversa com a atual Head Comercial da Pandora no Brasil:**
 - *“Life consumidor entende ser filhote da Vivara, associam a jóias, associam a Giselle Bundchen, todos conhecem no Brasil, e isso é um poder.”*
 - *“Pelo ticket médio e o caráter de gifting, Life consegue acessar plenamente classe B/C, pode chegar em 400, 500 lojas.”*
 - *“Não enxergo risco de Life prejudicar Vivara como marca. Cliente Life não é quem está buscando qualidade/design, está buscando algo que não pode ter na Pandora por preço ou por achar que está comprando Life mas ancorado em Vivara.”*

LIFE: UNIT ECONOMICS DA LOJA

- **Altos níveis de retorno econômico.** Numerologia abaixo não contempla eventual canibalização em Vivara (sensibilidade nos slides seguintes).
- **Com venda a R\$5,0m, ROIC 4-wall seria 45%.**

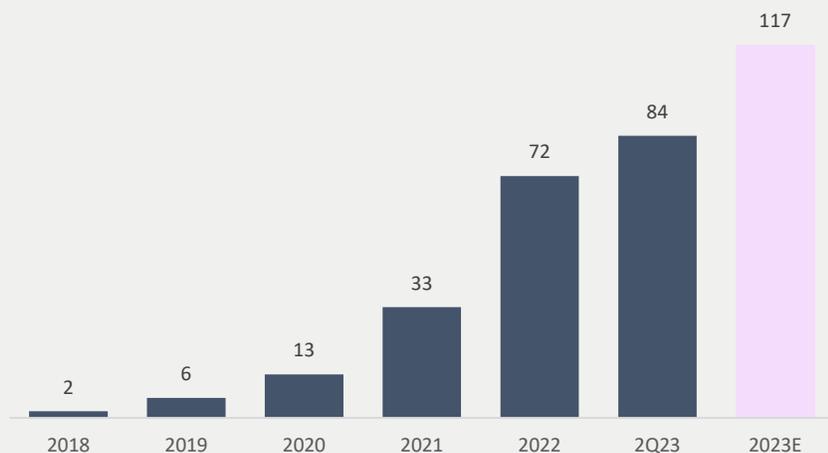
UNIT ECONOMICS LIFE	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5
RECEITA OPERACIONAL BRUTA	R\$ 3.200	R\$ 4.000	R\$ 4.000	R\$ 4.000	R\$ 4.000
VENDA MADURA	R\$ 4.000				
MATURAÇÃO	80,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
SSS (%)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
IMPOSTOS / DEDUÇÕES	-R\$ 640	-R\$ 800	-R\$ 800	-R\$ 800	-R\$ 800
% ROB	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	R\$ 2.560	R\$ 3.200	R\$ 3.200	R\$ 3.200	R\$ 3.200
Cresc.	-	25,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CMV	-R\$ 512	-R\$ 640	-R\$ 640	-R\$ 640	-R\$ 640
% ROL	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%
LUCRO BRUTO	R\$ 2.048	R\$ 2.560	R\$ 2.560	R\$ 2.560	R\$ 2.560
MARGEM BRUTA	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%
DESPESAS 4-WALL	-R\$ 1.169	-R\$ 1.236	-R\$ 1.236	-R\$ 1.236	-R\$ 1.236
% ROL	-45,7%	-38,6%	-38,6%	-38,6%	-38,6%
PESSOAL	-R\$ 500				
% ROL	-19,5%	-15,6%	-15,6%	-15,6%	-15,6%
ALUGUEL E UTILITIES	-R\$ 400				
% ROL	-15,6%	-12,5%	-12,5%	-12,5%	-12,5%
MARKETING	-R\$ 154	-R\$ 192	-R\$ 192	-R\$ 192	-R\$ 192
% ROL	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%
FRETE	-R\$ 51	-R\$ 64	-R\$ 64	-R\$ 64	-R\$ 64
% ROL	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
MDR	-R\$ 64	-R\$ 80	-R\$ 80	-R\$ 80	-R\$ 80
% ROL	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%
EBITDA 4-WALL	R\$ 879	R\$ 1.324	R\$ 1.324	R\$ 1.324	R\$ 1.324
MARGEM 4-WALL	34,3%	41,4%	41,4%	41,4%	41,4%

UNIT ECONOMICS LIFE	ANO 0	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5
CAPITAL INVESTIDO CAPEX + WC	R\$ 2.774	R\$ 3.030				
CAPEX ABERTURA	R\$ 950	R\$ 0				
CAPEX LUVA	R\$ 800	R\$ 0				
CAPEX REFORMA	R\$ 0					
DELTA WK	R\$ 1.024	R\$ 256	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0
CAPITAL DE GIRO	R\$ 1.024	R\$ 1.280				
ÍND. DE COBERTURA DE ESTOQUE 6M		4,00x	4,00x	4,00x	4,00x	4,00x
% ROB		40,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
EBITDA 4-WALL		R\$ 879	R\$ 1.324	R\$ 1.324	R\$ 1.324	R\$ 1.324
MARGEM 4-WALL		34,3%	41,4%	41,4%	41,4%	41,4%
DEPRECIACÃO CONTÁBIL		-R\$ 95				
ABERTURA (10 ANOS)		-R\$ 95				
EBIT		R\$ 784	R\$ 1.229	R\$ 1.229	R\$ 1.229	R\$ 1.229
MARGEM EBIT		30,6%	38,4%	38,4%	38,4%	38,4%
IMPOSTO DE RENDA		-R\$ 118	-R\$ 184	-R\$ 184	-R\$ 184	-R\$ 184
% EBIT		-15,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%
NOPAT		R\$ 667	R\$ 1.045	R\$ 1.045	R\$ 1.045	R\$ 1.045
MARGEM NOPAT		20,8%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%
ROIC		22,0%	34,5%	34,5%	34,5%	34,5%

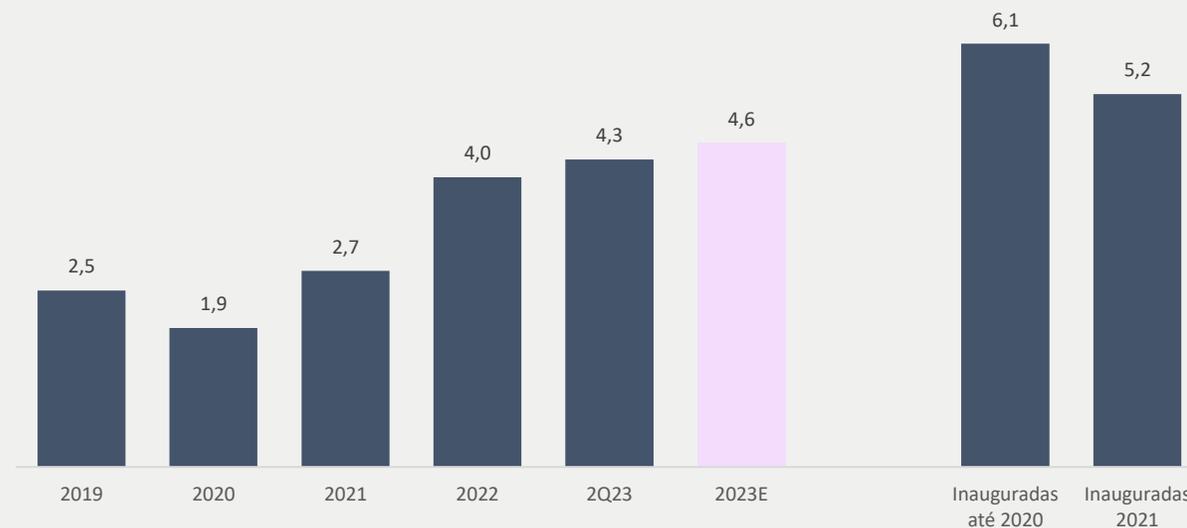
LIFE: O QUE JÁ FOI EXECUTADO

- 2023 ganha massa crítica importante:
 - **Ultrapassa barreira de 115 lojas** e caminhando para o **parque faturar por loja R\$4,5M 2023E**, com **2/3 do parque em maturação**.
 - Das **unidades maduras**, as **13 inauguradas até 2020** maturaram em **~R\$6M de venda média** e as de **2021 já em R\$5,2M e ainda rampando**.
- A **ambição inicial da empresa era expandir o parque de lojas com venda média em termos reais de R\$4,5m**. Os dados realizados são promissores para **ultrapassar essa referência de produtividade para um parque de 350 a 400 lojas**.

VIVA - Parque de Lojas Life



VIVA - Venda Média Loja Life (R\$ MM)



Ainda em maturação

LIFE: ESTIMATIVA DO POTENCIAL DE LOJAS

▪ O Potencial de Lojas:

- Game plan da empresa é chegar em **2026 próximo a 250 lojas. Primeira grande perna entregue majoritariamente em shoppings em que Vivara já atua**, que entendem bem o local, público alvo, etc. Dado o sucesso que a marca tem apresentado, outperformando BP, já estão falando de 350+ lojas de potencial. **Análise circunscrita à Brasil (LatAm uma possibilidade..?)**.
- **Benchmark (1):** Cruzando base com dados populacionais dos municípios no Brasil com o parque de lojas da Vivara/Life com a Renner (benchmark), temos:
 - Life fechando o gap com LREN em praças com 300k+ hab.: **Parque potencial de 291 lojas.**
 - Life fechando o gap com LREN em praças com 100k+ hab.: **Parque potencial de 395 lojas.**
- **Benchmark (2): T&F e Arezzo**, marcas de ticket médio e área de loja comparáveis com Life, **possuem parque de lojas de 350 a 400+ lojas.**

Benchmark (1): Número de Lojas por Praça por Cluster de População

	<= 50k Hab.	> 50k Hab. e <= 100k Hab.	> 100k Hab. e <= 300k Hab.	> 300k Hab. e <= 500k Hab.	> 500k Hab.	Total
RENNER	4	24	112	67	216	423
Distribuição (%)	0,9%	5,7%	26,5%	15,8%	51,1%	
VIVARA	2	0	45	42	163	252
Distribuição (%)	0,8%	0,0%	17,9%	16,7%	64,7%	
LIFE	0	0	8	14	62	84
Distribuição (%)	0,0%	0,0%	9,5%	16,7%	73,8%	
Δ LIFE vs RENNER	4	24	104	53	154	339

Cidades com >100k Hab. que Life não está presente e Renner Está

Footprint Potencial Life

311
395

Cidades com >300k Hab. que Life não está presente e Renner Está

Footprint Potencial Life

207
291

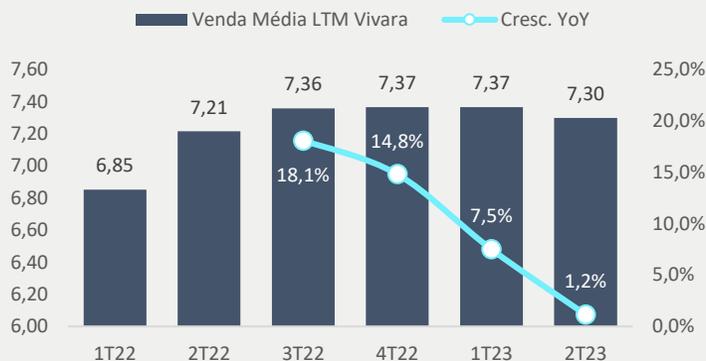
Benchmark (2): Comparativo de Parque de Lojas (2Q23)



LIFE: CANIBALIZAÇÃO DE VIVARA

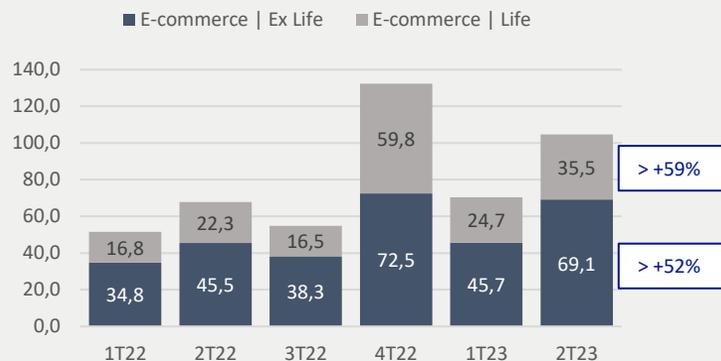
- O que temos de **hard data**:
 - Same Store Sales de Vivara**, incluindo vendas assistidas e omnichannel, **crece +5% no 2Q23**, já com **84 lojas Vivara com lojas Life inaugurada no mesmo shopping**.
 - Chama a atenção o sucesso que tem sido entregue no e-commerce.**

VIVA - Venda Média [LTM] das Lojas Vivara (R\$ MM)



	2T22	2T23
Venda Média Trimestre	2,01	1,94
Cresc. YoY		-3,4%
SSS		1,5%

VIVA - Receita E-commerce (R\$ MM)



	2T22	2T23
E-commerce Jóias em Ação	18,9	31,7
E-commerce Venda Assistida	8,4	17,7
Total	27,3	49,4
Cresc. YoY		81,0%

	2Q22	2Q23
Receita Omni Vivara	492,6	531,8
Cresc. YoY		8,0%
Lojas	465,3	482,4
Cresc. YoY		3,7%
E-commerce	27,3	49,4
Cresc. YoY		81,0%
# Lojas Vivara	232,0	252,0
Cresc. YoY		8,6%
Cresc. da base ajustado		3,0%
Proxy SSS		5,0%
SSS Vivara Loja + Ecom		5,0%

VIVA reportou dado de SSS 5,0% para Vivara Lojas + E-commerce (Vendas Assistidas e Jóias em Ação).

O crescimento de área de 8,6% vem com novas Lojas Vivara vendendo metade da base instalada e ainda carrega um componente de maturação.

Ou seja, se assumirmos o ganho de base vindo com 50% de efeito em venda e em 70% da maturação = +3% de vendas (50% * 70%). Com esse ajuste, os 5% de SSS parecem fazer sentido.

- O que temos de **soft data**:
 - Abaixo **evolução do discurso sobre canibalização em interações com a empresa**:
 - **Investor Day (Jan/23)** -> *“Canibalização de 2,2% em amostra de 56 shoppings com lojas Life inauguradas. Conta é simples, perde R\$300k de venda em Vivara para ganhar R\$5M de venda em Life”*
 - **Conferência BTG (Fev/23)** -> *“Hoje Vivara perde 2,3% de penetração de Life no mix, mas a receita de Life não cai. A venda da loja Vivara em que abriu Life no shopping não cai nominalmente. Nas próximas safras, vamos para cluster B/C, Life deveria ser mais aderente, ainda que canibalização aumente, é possível que vejamos venda média maior.”*
 - **Conferência Citi (Jun/23)** -> *“No 4Q22 e considerando 72 lojas, a performance de Life não cai, segue crescendo 7% mas jóia cresce 24% (perde participação mas não detrai), nas demais lojas Vivara em shoppings que não tem Life, Life cresce +20%.”*
 - **Reunião a mercado no IBBA com o CEO (Ago/23)** -> *“3,5% de redução de penetração de Life dentro das lojas, mas ainda vendo outras categorias compensando, de forma que lojas Vivara seguem crescendo vendas e com site crescendo ainda mais. 3,5% incorpora lojas que acabaram de abrir, enxergam comportamento de pique de canibalização no 1º ano e depois Loja Vivara volta a crescer venda Life, normaliza a canibalização. Dito isso, esperamos pra frente ~4% de canibalização mas com Vivara crescendo venda nominalmente”*
 - **CEO Conference BTG (Out/23)** -> *“Life perdeu 3% da representatividade da receita da Loja Vivara (20% do mix para 17%). Caindo 15% nos shoppings onde abriam Life (mas a venda total da loja cai 1%) vs subindo 15% onde não tem Life.”*
 - Ou seja: **Canibalização aumentou cerca de 1pp ao longo de 2023**. Por outro lado, **venda média real x orçada também** (lojas maturando em R\$5,5m/6,0m vs expectativa de R\$4,0m/4,5m).

LIFE: CANIBALIZAÇÃO DE VIVARA

- O que temos de **soft data**:
 - O que isso significa em números: **Isolando a variável de queda de penetração, o ex-Life parece crescer algo próximo a inflação.**

	2Q22	2Q23	
Receita Lojas Vivara <i>Cresc. Total</i>	465,3	482,4	3,7%
Média Lojas Vivara no trimestre	232	249	
Venda Média Vivara no trimestre <i>Cresc. Total</i>	2,0	1,9	-3,4%
Lojas Vivara com Life inaugurada no mesmo shopping (base do 2Q23)	82	82	
Receita total dessa base de Lojas Vivara considerando venda média da base total (R\$2m) <i>Cresc. Total</i>	164,8	163,5	Output > -0,8%
Receita Life dessa base de Lojas Vivara <i>Cresc. Life</i>	33,0	27,2	-17,5%
% Life na Vivara	20,0%	16,5%	Input >
Receita Vivara dessa base de Lojas Vivara <i>Cresc. Ex Life</i>	131,9	136,3	Input > 3,4%
Receita Lojas Vivara onde não abriu Life <i>Cresc. Total</i>	300,5	318,9	6,1%

> Perda de 3,5% de penetração de Life

LIFE: CANIBALIZAÇÃO DE VIVARA

- Sensibilidade da Canibalização no Unit Economics de Life sugere garantir entrega de níveis elevados de ROIC mesmo estressando a variável.
 - Nota: Sensibilidade da canibalização sobre o retorno do investimento na sessão "Projeções Financeiras e Valuation"*

Unit Economics da Loja Life @4,0M de Venda Madura

UNIT ECONOMICS LIFE	ANO 0	ANO 1	ANO 2	ANO 3
CAPITAL INVESTIDO CAPEX + WC	R\$ 2.774	R\$ 3.030	R\$ 3.030	R\$ 3.030
CAPEX ABERTURA	R\$ 950	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0
CAPEX LUVA	R\$ 800	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0
CAPEX REFORMA	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0
DELTA WK	R\$ 1.024	R\$ 256	R\$ 0	R\$ 0
CAPITAL DE GIRO	R\$ 1.024	R\$ 1.280	R\$ 1.280	R\$ 1.280
ÍND. DE COBERTURA DE ESTOQUE 6M		4,00x	4,00x	4,00x
% ROB		40,0%	32,0%	32,0%
EBITDA 4-WALL		R\$ 879	R\$ 1.324	R\$ 1.324
MARGEM 4-WALL		34,3%	41,4%	41,4%
DEPRECIÇÃO CONTÁBIL		-R\$ 95	-R\$ 95	-R\$ 95
ABERTURA (10 ANOS)		-R\$ 95	-R\$ 95	-R\$ 95
EBIT		R\$ 784	R\$ 1.229	R\$ 1.229
MARGEM EBIT		30,6%	38,4%	38,4%
IMPOSTO DE RENDA		-R\$ 118	-R\$ 184	-R\$ 184
% EBIT		-15,0%	-15,0%	-15,0%
NOPAT		R\$ 667	R\$ 1.045	R\$ 1.045
MARGEM NOPAT		20,8%	26,1%	26,1%
ROIC		22,0%	34,5%	34,5%



Efeito da Canibalização no ROIC de Life

	ANO 1	ANO 2	ANO 3
VENDA LOJA VIVARA MADURA	R\$ 7.000	R\$ 7.000	R\$ 7.000
PENETRAÇÃO LIFE	20,0%	20,0%	20,0%
VENDA LIFE NA LOJA VIVARA	R\$ 1.400	R\$ 1.400	R\$ 1.400
PERDA DE PENETRAÇÃO LIFE	3,5%	3,5%	3,5%
VENDA CANIBALIZADA	R\$ 245	R\$ 245	R\$ 245
MARGEM BRUTA SOBRE VENDA CANIBALIZADA	80,0%	80,0%	80,0%
LUCRO BRUTO CANIBALIZADO	R\$ 196	R\$ 196	R\$ 196
NOPAT AJUSTADO POR CANIBALIZAÇÃO	R\$ 471	R\$ 849	R\$ 849
ROIC AJUSTADO POR CANIBALIZAÇÃO	15,5%	28,0%	28,0%

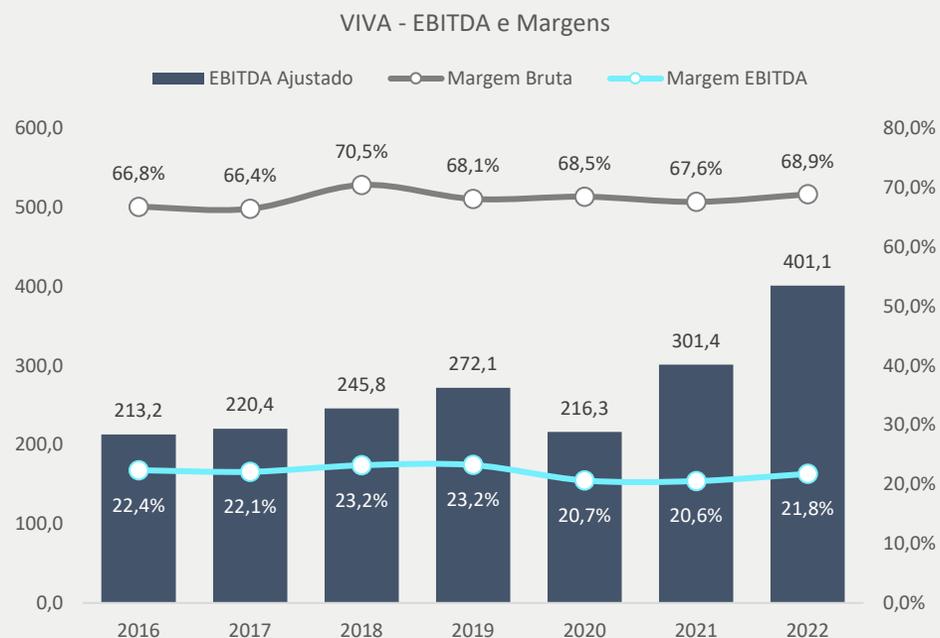


ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

	ROIC 3y	VENDA MADURA DA LIFE ('000)				
		3.000	3.500	4.000	4.500	5.000
CANIBALIZAÇÃO (% VENDA VIVARA)	2,0%	17,0%	24,3%	30,8%	36,6%	41,9%
	3,0%	14,9%	22,3%	28,9%	34,9%	40,3%
	3,5%	13,9%	21,3%	28,0%	34,0%	39,4%
	4,0%	12,8%	20,4%	27,1%	33,1%	38,6%
	5,0%	10,8%	18,4%	25,2%	31,4%	36,9%

ABERTURA DO SG&A E CONSTRUÇÃO DO EBITDA

- Negócio de margens gordas, 20%+.
- Empresa parece bem redonda, disciplinada na agenda de controle de custos/despesas.
 - Pressão de 240bps no Selling (2022 vs 2019): Metade é mais marketing (reforço brand equity de Life), o resto espalhado...
 - G&A diluiu 120bps, ainda nos parece ter mais espaço para diluir.
- A agenda de expansão de margem going forward > Mix (Life com + margem bruta) e diluição G&A. Falam de margens em 2026 em ~26%.



	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Despesas com Vendas	342,2	343,0	369,8	407,7	378,7	530,3	686,7
% Receita	35,9%	34,4%	34,9%	34,8%	36,2%	36,2%	37,2%
Pessoal	149,3	148,9	162,3	175,3	158,9	224,9	284,7
% Receita	15,7%	14,9%	15,3%	15,0%	15,2%	15,3%	15,4%
Aluguéis e condomínios	77,5	77,1	82,7	95,5	65,8	112,9	153,5
% Receita	8,1%	7,7%	7,8%	8,2%	6,3%	7,7%	8,3%
Frete	15,0	16,2	17,0	20,6	26,5	26,5	32,3
% Receita	1,6%	1,6%	1,6%	1,8%	2,5%	1,8%	1,8%
Comissão sobre Cartões	21,6	23,6	25,0	25,5	22,2	33,2	45,0
% Receita	2,3%	2,4%	2,4%	2,2%	2,1%	2,3%	2,4%
Serviços de Terceiros	14,8	9,8	12,5	11,7	9,9	8,6	15,1
% Receita	1,6%	1,0%	1,2%	1,0%	0,9%	0,6%	0,8%
Despesas com Marketing	32,7	46,1	48,5	54,3	63,6	76,3	107,1
% Receita	3,4%	4,6%	4,6%	4,6%	6,1%	5,2%	5,8%
Outras despesas com vendas	31,3	21,4	21,8	24,7	31,8	47,9	49,1
% Receita	3,3%	2,1%	2,1%	2,1%	3,0%	3,3%	2,7%
Despesas Gerais e Administrativas	79,2	99,6	110,7	138,0	131,5	161,2	195,2
% Receita	8,3%	10,0%	10,4%	11,8%	12,6%	11,0%	10,6%
Pessoal	32,1	41,8	51,5	72,4	55,7	79,3	95,3
% Receita	3,4%	4,2%	4,9%	6,2%	5,3%	5,4%	5,2%
Aluguéis e condomínios	0,4	3,7	3,4	0,4	0,7	1,7	1,3
% Receita	0,0%	0,4%	0,3%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Serviços de Terceiros	15,1	17,5	19,4	35,2	49,2	51,4	65,9
% Receita	1,6%	1,8%	1,8%	3,0%	4,7%	3,5%	3,6%
Outras Despesas	31,7	36,6	36,3	30,0	25,9	28,8	32,6
% Receita	3,3%	3,7%	3,4%	2,6%	2,5%	2,0%	1,8%

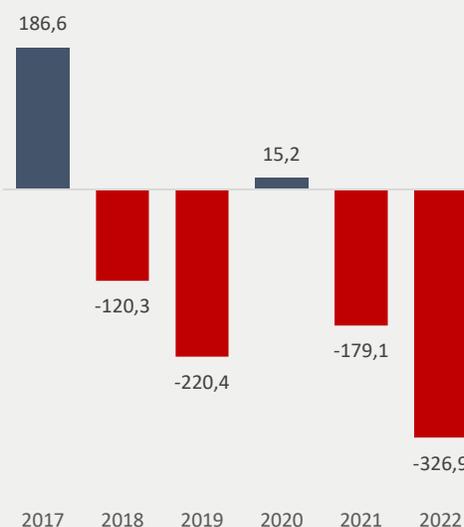
ANÁLISE DO CAPITAL INVESTIDO: CAPITAL DE GIRO

- É estrutural do negócio rodar com bastante estoque.
 - 25% do estoque é matéria prima, roda com gordura por conta de processo produtivo (3x o metal que vai alocar em uma peça). Ainda, pelo fato de ter balanço e produção própria, **Vivara se aproveita de ciclos de preço do ouro atrativo e estoca essa matéria prima**;
 - Custo da ruptura é muito alto** > Vivara faz 6 vendas/dia em média, se perde 1 venda é custoso. Palavras da cia *“Temos bloqueios culturais sobre o custo da falta, não pode ter ruptura”*.
 - Algumas categorias demandam excesso de SKU: Exemplo de anéis, range enorme de tamanhos, 13 a 22.
- Cabe uma reflexão da tranche de matéria prima na composição do estoque que, por ser essencialmente ouro e prata, não tem perecibilidade. **Deveria ser tratado como proxy de caixa e incitar algum ajuste no capital investido?**



VIVA Capital de Giro	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Contas a Reber Dias de Receita	118	65	73	131	141	131	130
Estoque Dias de CPV (Matérias-Primas)	374	307	428	359	432	437	503
Fornecedores Dias de CPV (Matérias-Primas)	48	61	57	38	63	131	103

VIVA - Consumo (Liberção) de Capital de Giro (R\$ MM)



7. ESTOQUES

	Consolidado 31/12/2022
Produtos acabados ★	479.467
Matérias-primas	182.787
Material de consumo e embalagens	22.947
Estoque em trânsito e adiantamentos a fornecedores	29.521
Provisão para perdas	(5.010)
Total	709.712



Reflexão sobre Produtos acabados:

Próprio produto acabado possui caráter parcial de não perecibilidade.

Se mercadoria não vende, volta para indústria, derrete e retoma o status de matéria prima e, portanto, proxy de Caixa.

Vivara contrata um terceirizado para executar o processo de derretimento e **paga direto com ouro, 3% do peso do metal obtido pós derretimento.**

Prata não fazem derretimento.

ANÁLISE DO CAPITAL INVESTIDO: CAPITAL DE GIRO

- Perfil de capital de giro da Vivara é pior vs peers internacionais parte explicado por contas a receber (lá fora não parcela) e parte por excesso de estoque. Em específico ao estoque, chama atenção essa diferença.
- Sabemos que a cia tem agenda para liberação de WK nos próximos anos, mas **fica a reflexão da magnitude possível, dado a análise relativa.**
 - Estão licenciando fábrica nova (nova 10k m2 vs 5k m2 atuais), garante capacidade produtiva para 10 a 15 anos de crescimento, **anteciparam produção por garantia.**
 - **Life tem ciclo de WK melhor**, conforme ganhar share no todo, vai melhorando perfil de WK da cia.
- Para sensibilizar:
 - **Expurgando do WK a matéria-prima, ROIC expande 3pp.** Convergir estoque para 250d (proxy Pandora), **ROIC expande adicionais 2,8pp.**
 - Por fim, sobre **Produtos Acabados**, dos R\$480m em estoque 2022FY, se assumirmos que é passível de converter metade em matéria prima, **falamos de adicionais 4pp. de ROIC.**

	2023FY	2022	2023FY	2019	2022	2022 Pro Forma
	Signet	Pandora	W. Of Sw. ¹	Vivara	Vivara	Vivara
Sales	7.842,1	26.463,0	1.542,8	1.171,4	1.843,7	1.843,7
COGS	4.790,0	6.273,0	1.324,1	372,2	567,9	567,9
Trade Receivables	14,0	1.262,0	17,7	425,8	663,8	663,8
Sales Days	0,6	17,2	4,1	130,9	129,61	129,6
Inventories	2.150,3	4.211,0	356,0	348,0	709,7	394,4
COGS Days	N.A ²	241,7	96,8	336,7	449,9	250,0
Sales Days						
Trade Payables	879,0	3.131,0	218,7	36,4	145,2	145,2
COGS Days	66,1	179,7	59,5	35,2	92,0	92,0
WK	1.285,30	2.342,00	155,00	737,51	1.228,30	912,98
% of Sales	16,4%	8,9%	10,0%	63,0%	66,6%	49,5%

Análise de Sensibilidade do ROIC ao WK

	2022	Pro Forma (1)	Pro Forma (2)
VIVARA	2022	2022	2022
EBITDA Ex IFRS-16	401,1	401,1	401,1
Depreciação & Amortização	-41,3	-41,3	-41,3
Em % da ROL	-2,2%	-2,2%	-2,2%
EBIT Adj.	359,8	359,8	359,8
IR Caixa	-43,5	-43,5	-43,5
Alíquota Efetiva Caixa	-12,1%	-12,1%	-12,1%
NOPAT	316,3	316,3	316,3
CAPITAL INVESTIDO	1.473,6	1.290,9	1.158,3
ROIC	21,5%	24,5%	27,3%

- (1) Excluindo 182,7m de matéria prima do WK
(2) Ajustando Estoque para 250d de CPV.

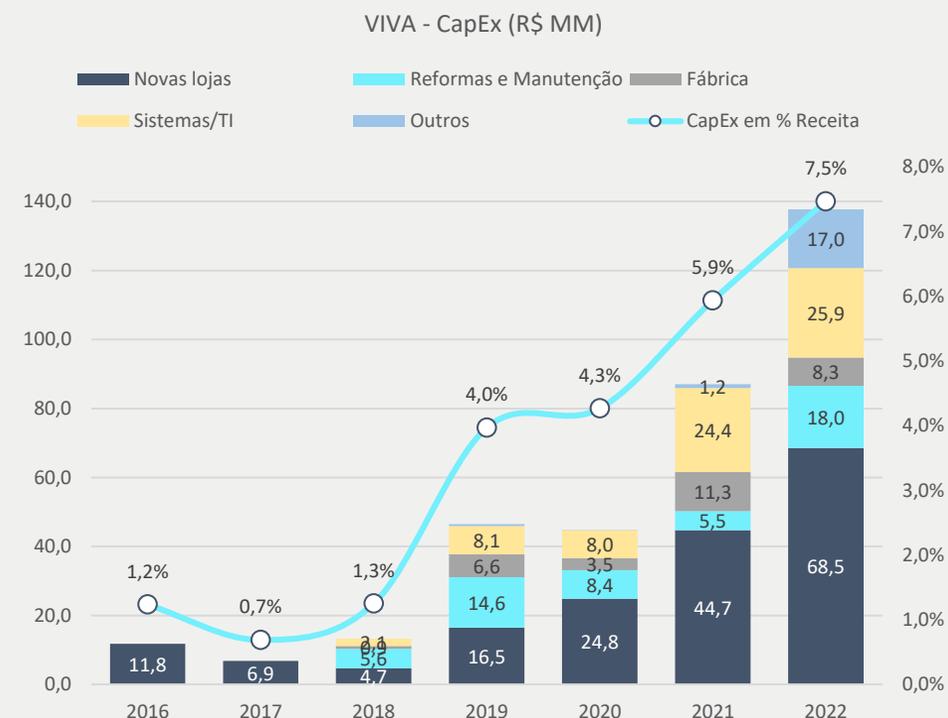
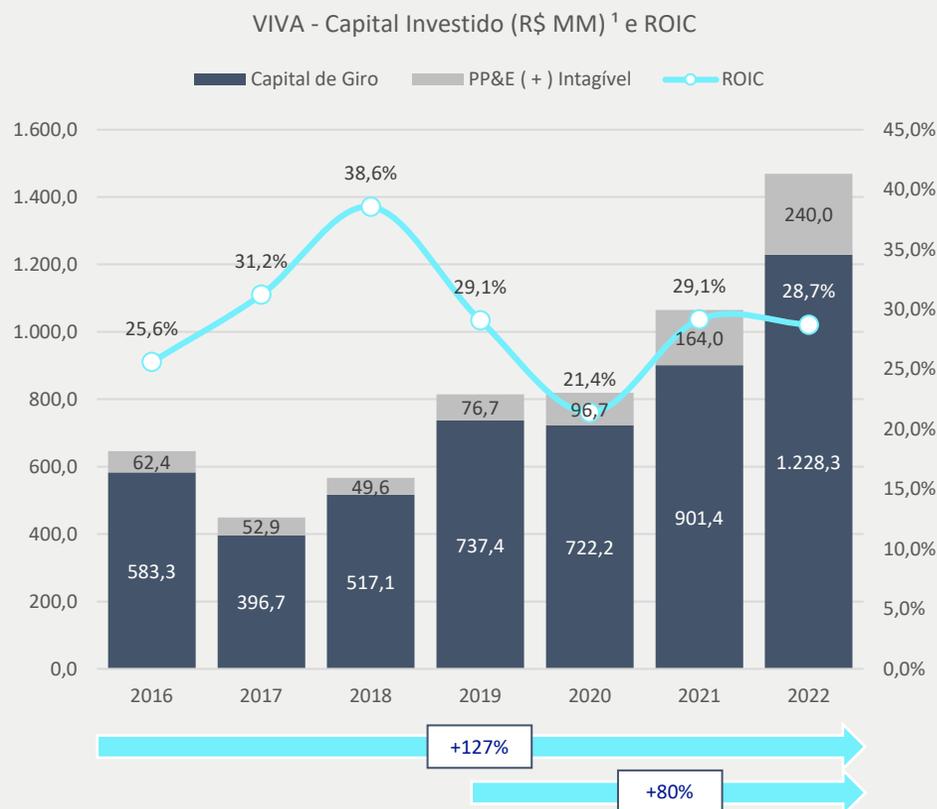
Fonte: Informações Públicas Vivara, Mar Asset Management

¹ Watches of Switzerland [LON: WOSG]

² COGS da Signet contempla algumas despesas 4-wall (aluguéis, utilities, etc) e não é integralmente comparável;

ANÁLISE DO CAPITAL INVESTIDO: CAPEX E ROIC

- Apesar do incremento de CapEx na margem, **os grandes movimentos no capital investido são em função de WK.**
 - **CapEx já tem redução contratada em 2024:** Farão R\$180m em 2023 e R\$140m 2024 (fim dos investimentos em sistema e fábrica).
- **A expectativa é que vejamos uma liberação importante de WK nos próximos 2/3 anos e consequente expansão de ROIC.**
- **Dito isso, é um negócio de ROIC alto.**



Fonte: Informações Públicas Vivara, Mar Asset Management

¹ 2017 e 2018 WK está com contas a receber afetado por antecipação de recebível

ESTRUTURA DE BENEFÍCIOS FISCAIS DO GRUPO

- Vivara possui incentivos fiscais na indústria (Manaus).
- Separando a discussão em **2 temas: (i) Reforma Tributária;**
 - O ponto positivo aqui é que, o primeiro texto, sinalizou intenção de tratar a ZFM de forma apartada. Ou seja, todos os benefícios fiscais no país serão prorrogados até 2032, a dúvida é como se dará com a ZFM.
 - Ainda é necessário entender o saldo final da história, pode ser que seja necessária alguma reorganização societária, mark-up entre indústria e varejo. **Fato é que o modelo de negócio é altamente dependente de tais benefícios.**

VIVA Análise dos Incentivos Fiscais	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Receita Bruta (Ex Devoluções)	1.211	1.243	1.357	1.490	1.338	1.842	2.300
EBITDA	213	220	246	272	216	301	401
Lucro Líquido	101	226	199	318	147	298	361

Subvenção ICMS	48	50	61	46	61	131	199
% da Receita Bruta	4,0%	4,0%	4,5%	3,1%	4,6%	7,1%	8,6%
% do Lucro	47,8%	22,0%	30,8%	14,4%	41,7%	44,0%	55,1%

SUDAM IRPJ/CSLL	20	20	23	16	24	45	74
% do Lucro	19,7%	8,9%	11,5%	4,9%	16,3%	15,0%	20,5%

% Total do Lucro dependente de Incentivos Fiscais	67,5%	30,9%	42,3%	19,3%	58,0%	59,0%	75,6%
--	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

	2024	2025	2026	2027
ROIC [Base Case]	21,5%	22,5%	24,3%	25,3%
ROIC [Full Tax]	15,1%	16,5%	18,0%	18,8%

Incentivos fiscais – créditos presumidos de ICMS

As controladas Tellerina e Conipa possuem benefício fiscal de crédito presumido do ICMS, que prevê a **redução da alíquota do ICMS na tributação das saídas** sem o direito de crédito nas entradas, nos Estados do Amazonas, Bahia, Minas Gerais, Pará e Rio de Janeiro. O benefício é para reinvestimento nos referidos Estados e é registrado como Receita de Subvenção. Os valores relativos aos incentivos são destinados a reserva no Patrimônio Líquido e não podem ser distribuídos como lucro para a Companhia.

Incentivos fiscais - lucro da exploração

Devido ao fato de sua fábrica de joias estar situada na área da Superintendência do Desenvolvimento da Amazônia - **SUDAM** e mediante o Ato Declaratório Executivo da Delegacia da Receita Federal em Manaus nº 146, de 25 de novembro de 2011, a Conipa possui incentivo de **redução do valor do IRPJ a pagar equivalente a 75% do valor apurado sobre o lucro da exploração**, aplicado sobre as vendas dos produtos de fabricação própria produzidos na Zona Franca de Manaus, reconhecidas no resultado e, posteriormente, destinadas à reserva de capital no patrimônio líquido.

Efeito no ROIC caso, a partir de 2024, a empresa incorra em uma alíquota efetiva de 34%, ou seja, extingue-se a dedutibilidade de crédito presumido e o redutor de alíquota da SUDAM.

ESTRUTURA DE BENEFÍCIOS FISCAIS DO GRUPO

- Separando a discussão em 2 temas: (i) Reforma Tributária; (ii) Arcabouço Fiscal;
 - MP 1.185 trouxe um novo conceito de tratamento dos incentivos fiscais relacionados às subvenção para custeio e para investimento.
 - O cenário de stress: Impacto de ~-16% no NPV -> Não assume ações mitigantes** (repases de preço, transfer pricing, consumo de créditos);
- Alternativas para a Vivara mitigar/neutralizar o impacto econômico do incremento de carga tributária:
 - Transfer Pricing:** Concentrar mais lucro econômico na CONIPA (indústria), se apropriando de mais incentivo de ICMS;
 - Repasse de Preço:** Alternativa com algum risco por comprometer volume. No entanto, **estimamos que um repasse de preço de 4% neutralize o impacto** (premissa implícita de 80% de margem de contribuição para essa receita adicional e sem perda de volume);

Premissas Incentivo Fiscal	
Incentivo ICMS (% ROB)	34,0%
PIS/COFINS s/ Subvenção	0,00%

VALUATION	
Market Cap.	7.701,0
# Shares Outs.	237,0
Preço (21 / Fev / 24)	BRL 32,49

Metologia Exit Multiple 3y	
Target Price @ Exit	BRL 52,01
Upside / Downside @ Exit	60,1%
TIR Nominal	18,2%
TIR Real	13,7%

Impacto em Alíquota	
Average: 2024E - 2027E	
Alíquota Imposto s/ Receita	-21,5%
Alíquota Efetiva IRPJ/CSLL	-10,7%

Premissas Incentivo Fiscal	
Incentivo ICMS (% ROB)	0,0%
PIS/COFINS s/ Subvenção	0,00%

VALUATION	
Market Cap.	7.701,0
# Shares Outs.	237,0
Preço (21 / Fev / 24)	BRL 32,49

Metologia Exit Multiple 3y	
Target Price @ Exit	BRL 45,16
Upside / Downside @ Exit	39,0%
TIR Nominal 3y	12,4%
TIR Real 3y	8,0%

Impacto em Alíquota	
Average: 2024E - 2030E	
Alíquota Imposto s/ Receita	-21,5%
Alíquota Efetiva IRPJ/CSLL	-22,5%

Premissas Incentivo Fiscal	
Incentivo ICMS (% ROB)	0,0%
PIS/COFINS s/ Subvenção	9,25%

VALUATION	
Market Cap.	7.701,0
# Shares Outs.	237,0
Preço (21 / Fev / 24)	BRL 32,49

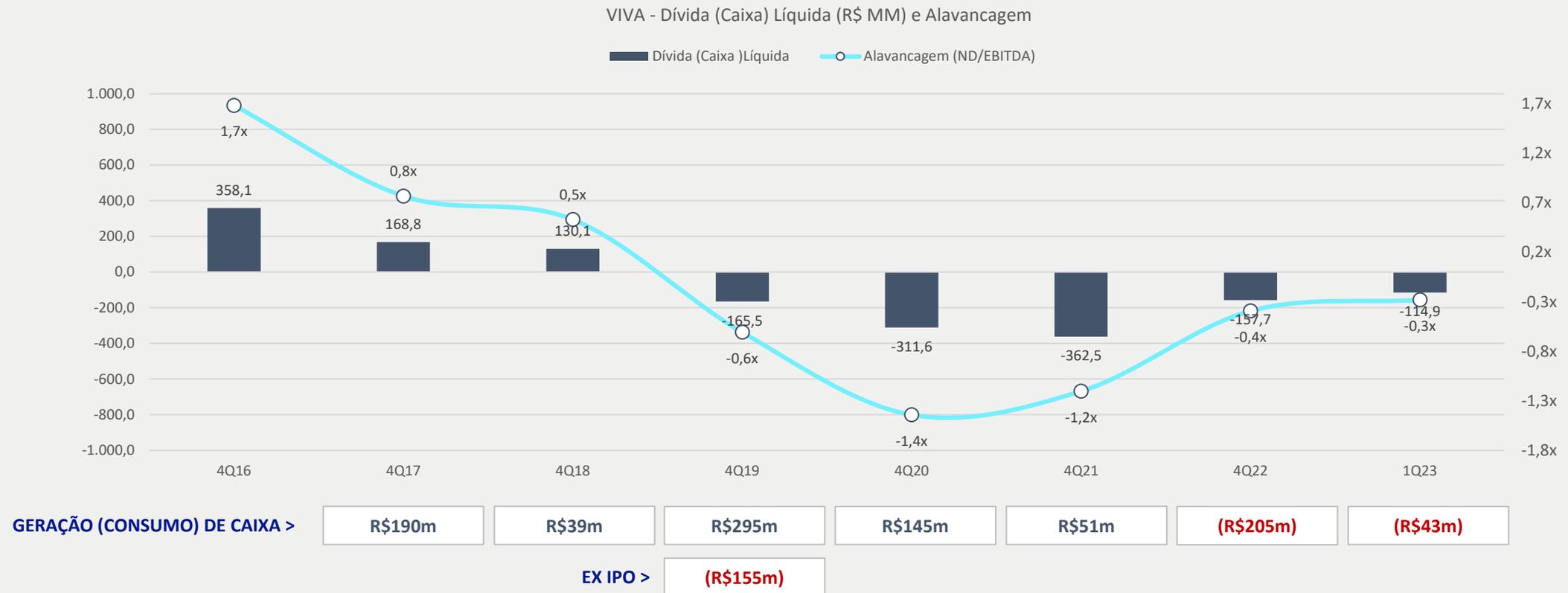
Metologia Exit Multiple 3y	
Target Price @ Exit	BRL 43,66
Upside / Downside @ Exit	34,4%
TIR Nominal 3y	11,0%
TIR Real 3y	6,7%

Impacto em Alíquota	
Average: 2024E - 2030E	
Alíquota Imposto s/ Receita	-22,1%
Alíquota Efetiva IRPJ/CSLL	-22,5%

Alíquota de IRPJ/CSLL não passa a ser 34% pois VIVA se beneficia de SUDAM (reduzidor direto na alíquota de IRPJ/CSLL).

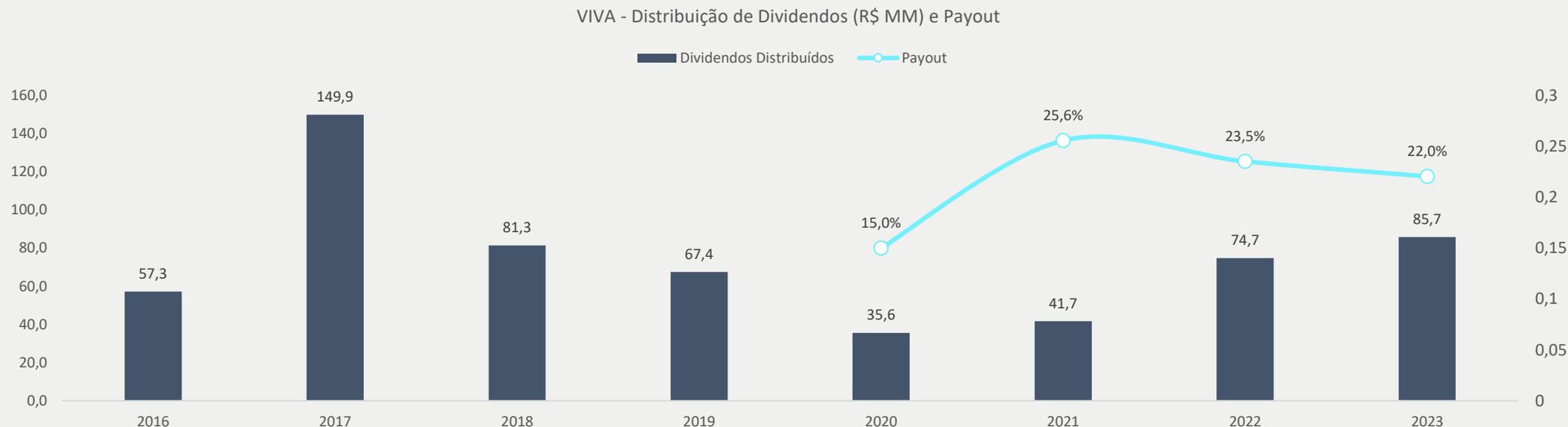
ALAVANCAGEM FINANCEIRA E PERFIL DE GERAÇÃO DE FCF **mar** asset management

- **Negócio é gerador de FCF.** Desaceleração do crescimento em 2016 e 2018 refletido em forte geração de caixa e desalavancagem no período.
- **Consumo de caixa entre 2021 e 1Q23 essencialmente em função do WK.**
- Empresa hoje segue **net cash**. Ainda vai **queimar caixa em 2023** mas já esperam **gerar caixa em 2024**, ou seja: **Cresce com as próprias pernas.**



DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS

- Historicamente, o **perfil de elevada geração de caixa do negócio** viabilizou o crescimento da empresa com **baixa dependência de acesso ao mercado de capitais, mesmo com um bom grau de distribuição de dividendos**, em parte para **equacionar o consumo de caixa da Etna** (outro braço de negócios da Família Kaufmann).
- IPO (4Q19) veio com primária de R\$430m. Pensando em Use of Proceeds, entre 2020 e 2023 empregaram R\$1,0bi+, sendo:**
 - WK: R\$560m;**
 - CapEx: R\$500m em CapEx, dos quais ~R\$230m novas lojas;**
- Desde a pandemia, a **Vivara distribuiu cerca de 20% do lucro acumulado 2020 – 2022**. Dado o **elevado ROIC atrelado à oportunidade de alocar capital em Life, fica a reflexão se a distribuição de dividendos hoje seria um bom uso do capital da empresa.**



Pilares importantes componentes da tese do investimento

- **Deterioração do Ambiente Competitivo**
 - Pandora no radar, anunciando plano de expansão de lojas. Price point compete mais com Vivara do que com Life, monitorar o quão defendido o negócio legado permance;
 - Possíveis novos entrantes para competir com Life;
- **Life**
 - Novas safras apresentarem produtividade aquém das expectativas. E, em isso acontecendo, entender a atuação do management perante decisão de alocação de capital;
 - Ainda que produtividade seja entregue, monitorar nível de remarcação da marca e giro de estoque associado. Precisamos ver redução sequencial da posição de estoque da companhia;
 - Canibalização nas lojas Vivara intensificar além do que esperamos.
- **Vivara**
 - Hoje estimamos que ex canibalização a venda média por loja cresce algo próximo a inflação e entrega SSS real se conjunto com o site. Monitorar essa trajetória, é importante seguir entregando esses níveis de crescimento para o retorno.
- **Risco Tributário**
 - Monitorar a capacidade de neutralizar as consequências das discussões do PL das Subvenções e Reforma Tributária para o modelo de negócio da Vivara, dependente de benefícios fiscais de ICMS (Crédito Presumido) e IRPJ (SUDAM);
- **Governança**
 - Saída de dois executivos do senior management no último ano. Monitorar movimentações no corpo executivo;
 - Interlocução Paulo (CEO) e Nelson (Fundador) seguir adequada para o próximo ciclo de alocação de capital da companhia;

RESUMO DA TESE

INDÚSTRIA E COMPETIÇÃO

VISÃO GERAL E GOVERNANÇA CORPORATIVA

GRUPO VIVARA: MODELO DE NEGÓCIO, OPORTUNIDADES E RISCOS

► **PROJEÇÕES FINANCEIRAS E VALUATION**

VALUATION: CENÁRIO BASE MAR

VALUATION	
Market Cap.	7.701,0
# Shares Outs.	237,0
Preço (21 / Fev / 24)	BRL 32,49
Metodologia Exit Multiple 3y	
P / E Teórico	13,5x
Growth	7,9%
RoE	30,0%
Cost of Equity	13,4%
Exit Date	4T26
Target Price @ Exit	BRL 52,01
Upside / Downside @ Exit	60,1%
TIR Nominal	18,2%
TIR Real	13,7%

ESTRUTURA DE CAPITAL	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Equity Value Market Cap.	7.701,0	7.701,0	7.701,0	7.701,0	7.701,0	7.701,0
Dívida Bruta	225,2	274,4	361,6	408,1	403,6	379,5
Caixa	382,9	282,3	425,2	425,2	425,2	425,2
Dívida Líquida	-157,7	-7,9	-63,6	-17,1	-21,6	-45,7
Enterprise Value	7.543,3	7.693,1	7.637,4	7.683,9	7.679,4	7.655,4

MÚLTIPLOS E ÍNDICES IMPLÍCITOS	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EV / EBITDA		15,6x	13,1x	10,4x	8,6x	7,2x
P / E [Contábil]		18,4x	16,1x	13,2x	10,7x	9,0x
Alavancagem		20,9x	16,2x	13,1x	10,6x	9,1x
ROIC	-0,4x	0,0x	-0,1x	0,0x	0,0x	0,0x
Dividend Yield	21,5%	21,2%	21,4%	21,7%	23,5%	24,5%

DRE R\$ MM	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Total de Lojas	315	374	449	524	600	650
Cresc. YoY	20,2%	18,7%	20,1%	16,7%	14,5%	8,3%
Vivara	243	257	272	287	300	300
Cresc. YoY	6,1%	5,8%	5,8%	5,5%	4,5%	0,0%
Life	72	117	177	237	300	350
Cresc. YoY	118,2%	62,5%	51,3%	33,9%	26,6%	16,7%
Receita Operacional Líquida	1.843,7	2.182,1	2.535,6	3.016,4	3.494,4	3.997,6
Cresc. YoY	25,7%	18,4%	16,2%	19,0%	15,8%	14,4%
ROL Vivara	1.386,6	1.434,6	1.523,4	1.665,5	1.779,7	1.916,9
Cresc. YoY	23,0%	3,5%	6,2%	9,3%	6,9%	7,7%
ROL Life	169,3	343,3	546,5	825,1	1.148,0	1.477,0
Cresc. YoY	239,4%	102,7%	59,2%	51,0%	39,1%	28,7%
ROL E-Commerce	245,1	360,3	420,2	478,0	516,6	551,6
Cresc. YoY	0,6%	47,0%	16,6%	13,8%	8,1%	6,8%
ROL Outros	42,8	43,9	45,5	47,7	50,1	52,1
Cresc. YoY	-7,1%	2,7%	3,6%	5,0%	5,0%	4,0%
Lucro Bruto	1.275,8	1.520,7	1.790,6	2.155,3	2.524,5	2.911,6
Cresc. YoY	28,3%	19,2%	17,7%	20,4%	17,1%	15,3%
Margem Bruta	69,2%	69,7%	70,6%	71,5%	72,2%	72,8%
EBITDA Ajustado	401,1	494,2	582,7	735,4	896,8	1.061,2
Cresc. YoY	33,0%	23,2%	17,9%	26,2%	21,9%	18,3%
Margem EBITDA	21,8%	22,6%	23,0%	24,4%	25,7%	26,5%
Lucro Líquido	388,9	417,6	476,9	584,7	718,8	851,1
Cresc. YoY	22,4%	7,4%	14,2%	22,6%	22,9%	18,4%
Margem	21,1%	19,1%	18,8%	19,4%	20,6%	21,3%
DFC R\$ MM						
EBITDA Ajustado		494,2	582,7	735,4	896,8	1.061,2
(-) IR/CS		-50,5	-36,8	-72,8	-96,8	-119,3
(-) Δ Capital de Giro e Outros Ajustes		-262,0	-196,7	-244,1	-171,6	-227,4
(=) FCO		181,6	0,0	0,0	0,0	0,0
(-) CapEx		-216,8				
EBITDA - CapEx		277,4	-194,5	-214,5	-231,7	-220,3
CapEx em % ROL		-9,9%	388,2	520,9	665,2	840,9
			-7,7%	-7,1%	-6,6%	-5,5%
(-) Resultado Financeiro		-17,9				
(-) Emissão/Amort. Dívida		49,2	9,2	21,6	26,7	34,6
(-) Dividendos		-85,7	87,2	46,5	-4,5	-24,1
(-) Aumento de K/Buyback		-11,1	-108,1	-272,0	-419,1	-504,8
(-) Outros Ajustes		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(=) Fluxo de Caixa Livre		-100,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Cresc. YoY		-52,4%	142,9	0,0	0,0	0,0

VALUATION: CENÁRIO CENTRAL DA EXPANSÃO DE LIFE

- Cenário Base da Expansão de Life:
 - Venda média real do parque: **R\$5,2m**
 - Total de lojas: **400**
 - Margem Bruta: **82,0%**

Parque de Lojas Life
(# de Lojas)



Venda Média da Loja Life do Parque Total
(R\$ MM)



↓
= R\$5,2m de venda média em termos reais



mar asset
management

Relação com Investidores:

Igor Galvão

55 21 99462 3359

igalvao@marasset.com.br

rio de janeiro – rj • av. ataulfo de paiva 1351, 3º andar, leblon • 22440 034

marasset.com.br