



Neo

Uma joia no oceano azul

Neo Navitas

CARTA TRIMESTRAL • 3T 2021

O QUE VOCÊ PRECISA SABER SOBRE A VIVARA:

- Excelente posicionamento de marca com grande espaço para crescimento
- Sólidas vantagens competitivas em relação a outras empresas do setor e demais varejistas brasileiras
- Bom desempenho operacional durante a pandemia com aceleração do crescimento de canais digitais
- Mercado altamente fragmentado com grande espaço para ganho de *market share* tanto organicamente como via M&A
- Sólidas práticas de ESG e histórico de execução da gestão



MATHEUS TARZIA
Gestor do Neo Navitas

Prezado(a)s amigos e investidores,

No terceiro trimestre de 2021, o Navitas apresentou uma performance negativa de 11,8% enquanto que o Ibovespa teve queda de 12,5%. No acumulado do ano até o fim de setembro, o Navitas apresenta queda de 4,4% e o Ibovespa de 6,8% no mesmo período. As únicas contribuições positivas no trimestre foram Rede D'or, Equatorial e Weg enquanto que Duratex, Natura e BTG foram as ações com maior impacto negativo sobre a performance do fundo no período.

Observamos uma grande volatilidade no mercado ao longo do trimestre, gerada principalmente por fatores macro-econômicos domésticos, com destaques para a piora do cenário inflacionário e aumento das expectativas de taxas de juros por conta das incertezas políticas, que tiveram impacto negativo nos mercados e na performance da carteira ao longo do período.

Neste trimestre, continuamos aprimorando nosso processo de seleção de ativos e expandindo nosso universo de cobertura, especialmente por conta do elevado número de empresas novas sendo listadas na bolsa. Nesse sentido, adicionamos à carteira do Navitas duas novas empresas: a Clearsale, empresa referência em anti-fraude e *onboarding* no mercado brasileiro, e que realizou seu IPO em julho; e a WEG, empresa referência em soluções de eficiência energética com forte presença local e global.

Obrigado,
Time Neo Navitas

A JOIA BRASILEIRA

"Grandes coisas são feitas por uma série de pequenas coisas reunidas" - Van Gogh

Encontramos na Vivara as principais características que formam o alicerce da filosofia de investimentos do Neo Navitas: qualidade de gestão, alto padrão de governança, posição de liderança em um setor altamente fragmentado e elevados retornos – de maneira que suas vantagens competitivas se traduzam em um posicionamento único no varejo brasileiro.

Somos acionistas da Vivara desde o início de 2020, montando nossa posição alguns meses após o IPO da companhia. Ao longo desse período, pudemos acompanhar a qualidade da equipe de gestão, que foi capaz de mitigar os efeitos da pandemia, conquistar uma participação significativa de mercado, acelerar o desenvolvimento de soluções digitais, alavancar as oportunidades de crescimento no longo-prazo e aumentar seu diferencial competitivo em relação à seus principais concorrentes.

Com quase 60 anos de história, a Vivara é uma das mais tradicionais joalherias do Brasil, possuindo 270 lojas e presença em todas as regiões do país, com larga vantagem sobre o segundo maior *player* e com grande concentração de vendas em shoppings centers. A companhia possui um portfólio completo de produtos, atuando em joias de ouro e prata, além de acessórios, perfumes e relógios. Destacamos ainda que nos últimos anos a companhia tem desenvolvido uma nova marca chamada Life, especializada na comercialização de produtos de prata, aumentando seu mercado endereçável e o potencial de crescimento ao longo dos próximos anos.

"A execução da Vivara entre 2020-2021 foi muito animadora, provando que mesmo em momentos de instabilidade a companhia é capaz de desenvolver novos projetos, incrementar sua rentabilidade e *outperformar* seus competidores.

Acreditamos que essa solidez operacional será fundamental para que a Vivara atinja seus objetivos de longo prazo."

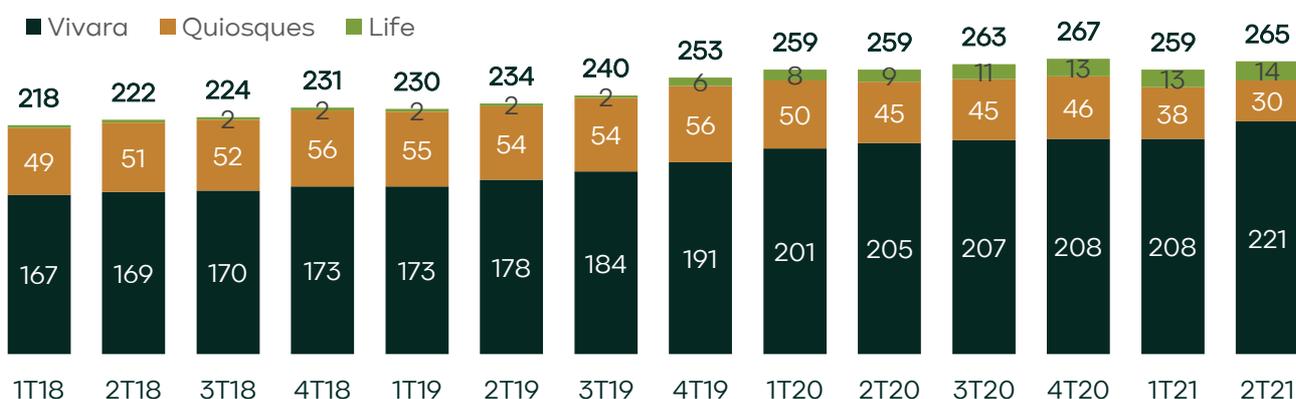
Ao longo das próximas sessões dessa carta, pretendemos detalhar os principais pontos de nossa tese de investimentos na Vivara, com destaque para (i) as oportunidades de crescimento, (ii) as vantagens competitivas tanto dentro do setor de joias como em relação a outras varejistas, (iii) o excelente desempenho operacional da empresa durante a pandemia, sobretudo no que diz respeito às oportunidades geradas através da transformação digital, (iv) as oportunidades de expansão de *market share* devido a alta fragmentação do setor no Brasil e, por fim, (v) oportunidades de crescimento inorgânico (M&A).

DESENVOLVIMENTO DAS MARCAS VIVARA E LIFE

A Vivara está presente em todas as regiões do país com um sólido modelo de negócios, claras vantagens competitivas (que serão abordadas ao longo dessa carta) e possui um forte balanço, estando muito bem-posicionada para dar início a uma nova fase de expansão. Atualmente, a Vivara possui presença em pouco mais de 30% dos shoppings brasileiros, quantidade inferior de pontos de venda do que outros varejistas, e, portanto, com grande espaço para abertura de novas lojas. O plano de expansão é focado na expansão geográfica, maior adensamento da marca e em bons retornos, permitindo a companhia acessar novos mercados e aumentar sua percepção de valor.

Nesse sentido, com a normalização da economia, a Vivara retomou seu plano de expansão e deve, nos próximos trimestres, continuar ampliando sua presença nos principais shoppings do país, entrar em novas cidades, além de desenvolver a marca Life. A Vivara planeja abrir entre 40 e 50 lojas por ano nos próximos anos, um crescimento bastante acelerado para uma companhia que até o momento possui 270 lojas, sendo apenas 14 delas da Life, como pode-se observar no gráfico a seguir:

EVOLUÇÃO DE ABERTURA DE LOJAS



Fonte: Vivara

Amparada por sua liderança em *share of mind* no setor, a Vivara é uma marca desejada inclusive pelos operadores de shopping centers, o que faz com que a companhia não tenha dificuldades para encontrar bons pontos para abertura de suas lojas.

A estratégia da companhia para a marca Vivara consiste em expandir a marca geograficamente através de um modelo de lojas focado em cidades menores, demandando menores níveis de investimento mas mantendo patamares saudáveis de vendas. Esse modelo possui retornos muito atrativos, com ROICs significativamente acima do custo de capital da companhia e representa uma excelente alocação de capital para a Vivara e seus acionistas.

No caso da marca Life, a estratégia é preponderantemente orientada ao adensamento, priorizando a abertura de lojas em shoppings onde a companhia já atua e, portanto, tem um grande conhecimento operacional, minimizando o risco dessa expansão. Uma loja Life apresenta retornos ainda mais atrativos do que uma loja Vivara, uma vez que entendemos que os custos para abertura das lojas são similares, mas que a loja Life apresenta margem bruta superior do que a margem bruta média das lojas da marca Vivara. Dessa forma, acreditamos que a Vivara apresentará uma expansão de margem em função da maturação das lojas Life.

Considerando o conhecimento da Vivara em operar esses formatos, o rápido *payback* dos investimentos e os elevados patamares de retorno, acreditamos que o crescimento orgânico seja uma maneira extremamente eficiente para a companhia empregar seu capital e gerar valor para seus acionistas. Nesse contexto, somos muito otimistas em relação à capacidade da Vivara de executar sua estratégia de maneira adequada, de forma a assegurar elevadas taxas de crescimento com expansão de rentabilidade.

IMPORTANTES VANTAGENS COMPETITIVAS

Entre as vantagens competitivas importantes da companhia, enxergamos quatro aspectos que consideramos fundamentais e que diferenciam a Vivara dos demais competidores do mercado de joias brasileiro e também dos demais varejistas: uma logística simples, um sólido balanço, gestão de estoques e estrutura totalmente verticalizada.

O segmento de joias possui uma logística mais simples se comparado à outros setores do varejo, uma vez que os principais produtos vendidos são leves, ocupam pouco espaço, não são perecíveis e possuem alto valor agregado, tornando o transporte fácil de ser realizado, menos dependente de grandes centros de distribuição e mais orientado à segurança durante a distribuição desses produtos. Assim, com somente 3 centros de distribuição, a companhia consegue manter sua operação nacional reabastecendo mais de 270 lojas em um curto intervalo de tempo e com baixo custo, de forma que as lojas funcionam como *mini-hubs* de distribuição, formando a infraestrutura logística para que a companhia opere seu *e-commerce* com a maior eficiência possível.

Em relação à sua posição financeira, o balanço robusto é uma importante vantagem competitiva que a Vivara possui comparada com seus competidores setoriais, permitindo que a companhia atravesse por momentos de crise com razoável tranquilidade, por exemplo, como ocorreu durante a pandemia, além de possibilitar que a empresa carregue um robusto estoque de ouro. Isso, apesar de consumir capital de giro no curto-prazo, resulta em diversas vantagens competitivas que seus concorrentes não conseguem replicar como, por exemplo, a magnitude desse estoque representar um *hedge* natural para as variações de câmbio e do ouro, uma vez que a companhia consegue evitar que a volatilidade dos ativos seja repassada para preços na mesma velocidade que seus concorrentes.

Outra característica importante do segmento de joias em relação a outros tipos de varejo é que seu estoque não é perecível, além de sofrer menor impacto da sazonalidade e coleções, uma vez que a Vivara pode monetizá-los facilmente em uma necessidade de capital da companhia derretendo as joias e produzindo novos produtos, ou até mesmo vendendo o ouro. Dessa forma, a companhia não tem a necessidade de fazer campanhas promocionais ou de se desfazer de seu estoque com preços significativamente abaixo dos preços de venda, tal como acontece na maioria dos demais setores de varejo.

Além disso, a Vivara é uma das únicas joalherias no Brasil a operar de forma verticalizada, mantendo uma fábrica em Manaus. Além dessa fábrica permitir que a companhia aproprie-se de benefícios fiscais da Zona Franca e de desconto da alíquota de IR por conta dos incentivos do SUDAM, o fato da companhia ser verticalizada ainda permite uma maior agilidade no lançamento de coleções, maior capacidade em se adaptar às tendências de mercado, menor índice de ruptura devido à alta velocidade de reposição e, por fim, um melhor controle de custos dos insumos, podendo adaptar facilmente seus produtos de acordo com a variação de preço de ouro e prata.

PANDEMIA: EXEMPLO DE GESTÃO E OPORTUNIDADE

Como já abordamos em nossas cartas anteriores, entendemos que momentos de grandes desafios apresentam oportunidades únicas para as empresas com boa gestão e acesso à capital se sobressaírem em relação a seus pares, ampliando suas vantagens competitivas e sua participação de mercado – exatamente o que ocorreu com a Vivara.

Dado seu modelo de negócio concentrado em lojas de shoppings, a pandemia se mostrou um desafio de gestão significativo para a companhia, uma vez que a empresa permaneceu, por alguns meses, com 100% de suas lojas fechadas. Durante esse período, a Vivara foi capaz de transformar um negócio que possuía somente 8% das suas vendas provenientes do *e-commerce* em uma companhia que chegou a vender, no ápice da pandemia, mais de 50% dos seus produtos de maneira digital, estabilizando suas vendas online atualmente em cerca de 20%, um nível mais do que 2x superior ao patamar pré-pandemia.

Para suportar tamanha transformação foram necessárias diversas iniciativas, tais como: reforçar o site, melhorar a logística, redirecionar o marketing físico para marketing digital e incentivar/remunerar corretamente os vendedores - tudo isso em um curto espaço de tempo e de forma remota, permitindo que a Vivara se tornasse uma das poucas joalherias do país a continuar vendendo normalmente seus produtos neste período. Nesse sentido, um dos destaques desse período foi o projeto "Jóias em Ação" em que a companhia utilizou sua especializada e treinada equipe comercial para vendas assistidas e consultorias online. Dessa forma, com o crescimento deste canal de vendas, a Vivara reduziu o impacto do fechamento de lojas e, já no 4º trimestre de 2020, voltou a apresentar crescimento de receitas.

VENDAS MESMAS LOJAS (LOJAS FÍSICAS + E-COMMERCE)



Por fim, entendemos que, mesmo com a reabertura dos shoppings e a normalização da mobilidade ao longo do tempo, a Vivara desenvolveu uma plataforma de *e-commerce* referência no setor de jóias brasileiro e deve continuar ganhando relevância em seu total de vendas ao longo do tempo, aumentando seu diferencial competitivo em relação a seus pares.

ALTA FRAGMENTAÇÃO DO MERCADO: OPORTUNIDADE DE GANHO DE MARKET SHARE E CRESCIMENTO DO E-COMMERCE

Como mencionado acima, impulsionada pelo impacto do fechamento dos shoppings e da maior agilidade em digitalizar seus canais de vendas, a Vivara ganhou *market share* nos últimos anos, saindo de uma participação de mercado de 10,2% em 2018 para 14,7% em 2021, dos quais 3,1 p.p. foram ganhos somente nos últimos 12 meses. A liderança da Vivara nesse mercado é tão grande que o segundo maior *player* possui pouco mais de 2% de participação de mercado, enquanto o *market share* atual da Vivara representa mais do que a soma dos 5 maiores *players*, permitindo que a companhia tenha ganhos de escala e vantagens competitivas não encontradas em seus concorrentes.

Considerando a sua escala, a companhia possui capacidade de investir em novas iniciativas que seus concorrentes de menor porte podem ter dificuldades em desenvolver - como o desenvolvimento do canal de *e-commerce*, por exemplo. Uma operação de *e-commerce* requer um investimento relevante em logística e requer também que os produtos sejam entregues no menor tempo possível dentro do menor custo. Esse tipo de investimento é compatível com uma empresa do porte da Vivara que tem uma abrangência nacional e lojas que podem ser utilizadas como *hubs* em uma estrutura *omnichannel*, reduzindo seu custo logístico e o tempo de entrega. Além disso, outros custos como o investimento em tecnologia, investimento em centros de distribuição e em marketing digital são diluídos na estrutura total da companhia, o que não acontece com *players* menores que terão custos similares de tecnologia e marketing, porém sem o potencial de diluição de despesas da Vivara.

Acreditamos que os fortes investimentos da companhia em marketing para manter sua força e liderança de marca, melhores negociações do que seus concorrentes com os shoppings dado seu maior poder de barganha, escala e sua maior capacidade financeira para investimentos em tecnologia, digitalização e estrutura, continuarão sendo aspectos que devem manter a Vivara à frente de seus concorrentes e continuar a expandir seu *market share* no setor ao longo dos próximos anos.

EVOLUÇÃO - MARKET SHARE DA VIVARA



Fonte: Euromonitor, ICVA e Vivara

M&A: OPCIONALIDADE DE CONSOLIDAÇÃO

Mais recentemente, a empresa começou a endereçar uma agenda de M&A, considerando sua confortável posição de caixa líquido de mais de R\$280mm, consistente geração de caixa, retornos elevados, a alta fragmentação do setor de joias no Brasil e o aumento da fragilidade de alguns concorrentes por conta dos efeitos da pandemia. Acreditamos que a companhia esteja ativa nesta frente, olhando *players* que possam agregar uma nova marca em algum segmento no qual a empresa ainda tenha baixa presença, tais como o segmento de alta renda para classe A+ ou o segmento de baixa renda para classe C, além da possibilidade de adquirir empresas de tecnologia que possam ajudar a impulsionar o segmento de *e-commerce*, como algum *site* com uma marca forte que acelere as vendas da companhia.

Vemos a possibilidade de um M&A com bons olhos, uma vez que a companhia já está muito bem estabelecida, posicionada no segmento que atua e possui uma estrutura robusta. Assim, um M&A poderia gerar inúmeras sinergias tanto do ponto de vista da receita, impulsionado pela abrangência nacional da Vivara e pelo maior marketing, quanto pela redução de custos, uma vez que a produção e logística poderiam ser absorvidos pela estrutura da Vivara.

ESG – FORTALECIMENTO DA AGENDA DE SUSTENTABILIDADE

No campo da sustentabilidade pudemos acompanhar uma evolução expressiva da companhia no último ano com diversas iniciativas voltadas para esse tema, tais como: (i) avanços na estrutura organizacional (com a criação da diretoria Jurídica e Compliance), (ii) a criação de uma área focada para as questões de sustentabilidade, (iii) a revisão de seu código de conduta interno e o lançamento de um código de conduta para fornecedores, (iv) a definição de metas de sustentabilidade atreladas ao bônus (ligados a gestão de resíduos, fornecedores e comunicação), (v) a contratação de um gestor para a área de tratamento de resíduos e, por fim, (vi) o compromisso de realizar seu primeiro inventário de gás estufa em 2021.

A companhia também tem sido destaque na atuação do empoderamento feminino, com mulheres representando mais de 88% dos cargos de liderança da Vivara, além de dar um foco especial na etapa de extração de matérias-primas, sendo a única joalheria brasileira membro do Conselho de Joalheria Responsável (organização mundial que busca difundir as melhores práticas de sustentabilidade no setor) e a única joalheria da América Latina membro da IRMA (*Initiative for Responsible Mining Assurance* - comunidade global que engaja mineradoras em boas práticas de sustentabilidade), por fim a companhia compra seus diamantes certificados pelo processo de *Kimberley* (tem o objetivo de eliminar comércio em áreas de conflito). Além disso, como comentado anteriormente, a Vivara passou a atuar fortemente no desenvolvimento da sua cadeia de fornecedores, passando a incluir a adesão ao código de conduta como uma meta estratégica, onde 77% dos fornecedores já aderiram, e passou a auditar esses fornecedores sendo que em 2020, 37% do fornecedores diretos já foram auditados.

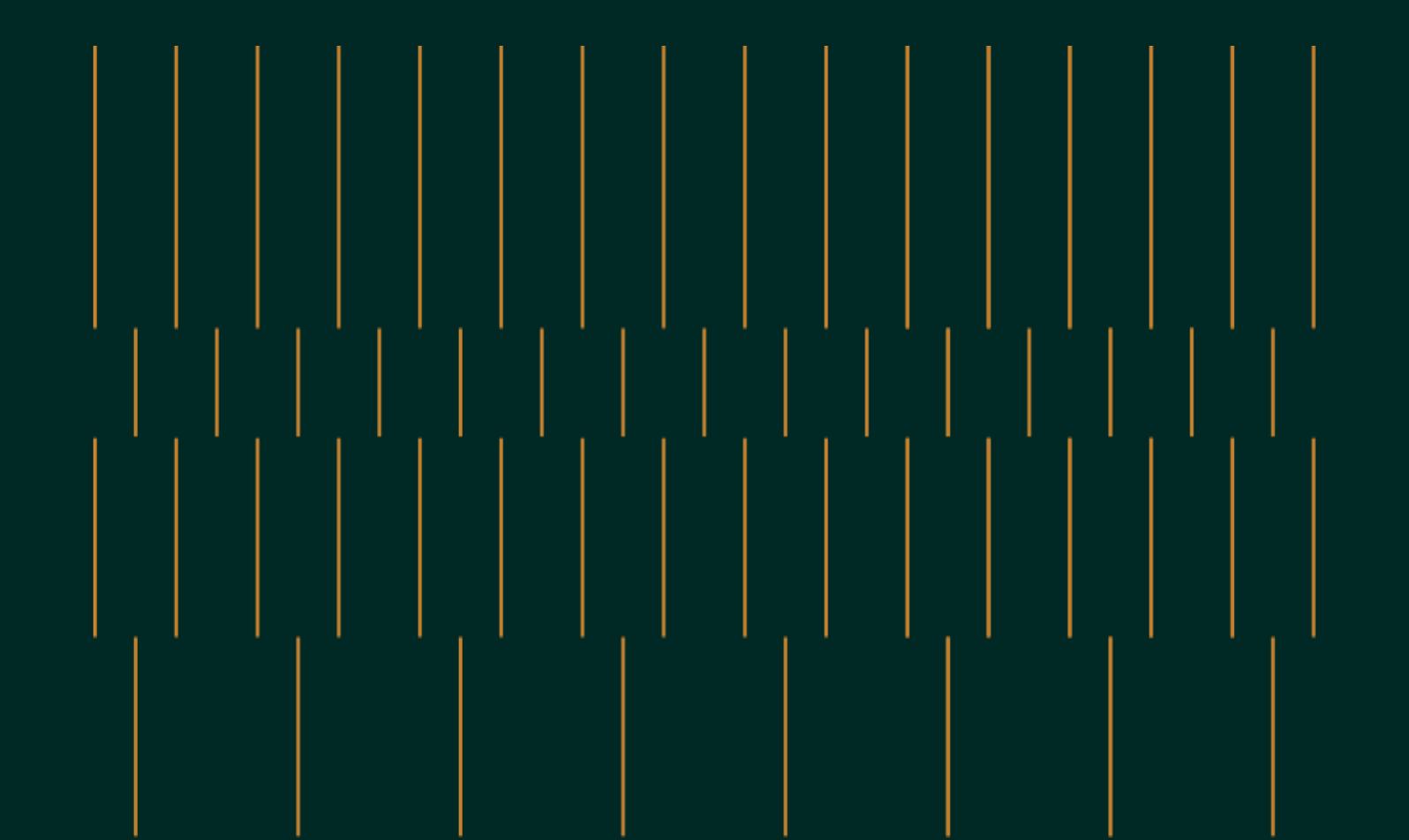
Acreditamos que, com essas iniciativas a Vivara mitiga seus riscos e impulsiona o desenvolvimento sustentável, estando muito à frente de seus concorrentes e na vanguarda de aumentar seus diferenciais competitivos.

A Joia Brasileira que continuará brilhando

Nos últimos anos, nós pudemos acompanhar de perto a profunda transformação por qual a empresa vem passando, deixando de ser uma empresa exclusivamente familiar, abrindo capital na bolsa e se estruturando com as melhores práticas de mercado. Como exposto ao longo desta carta, enxergamos na Vivara uma companhia que possui características únicas e difíceis de serem replicadas, tais como sua liderança setorial e marca *top of mind*, sua estrutura verticalizada e agilidade em lançamento de coleções, logística simples, marketing assertivo e equipe de vendas altamente qualificada e de boa performance. Além disso, tivemos a oportunidade de acompanhar a capacidade de adaptação, superação e excelente execução diante dos grandes desafios que a companhia teve que enfrentar durante a pandemia. Porém, é olhando para frente, para os próximos anos, que ficamos mais otimistas com a empresa, com seu posicionamento único, suas vantagens competitivas e sua estratégia de expansão, que acreditamos que o melhor ainda está por vir e que a companhia continuará brilhando e gerando valor para os seus acionistas.

Disclaimer

O presente relatório foi preparado pela NEO Gestão de Recursos Ltda ("NEO") para o uso exclusivo do destinatário, não podendo ser reproduzido ou distribuído por este a qualquer pessoa sem a expressa autorização da NEO. Opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste material constituem o nosso julgamento considerando-se as atuais condições de mercado e as informações às quais tivemos acesso, podendo estar sujeitas a revisões e alterações frequentes. Algumas informações desse material são baseadas em simulações de performance passadas. As simulações levam em consideração uma série de simplificações e premissas que podem ser difíceis de serem replicadas em condições reais de mercado. Ao contrário de resultados reais, as simulações de retorno não refletem operações efetivamente realizadas e, em função disso, podem subestimar ou superestimar os impactos de fatores como liquidez, diferenças entre preços de compra e venda dos ativos e outros eventuais custos de transação. As simulações possuem uma série de limitações e o resultado das mesmas não deve ser considerado como promessa ou garantia de performance pois poderão ocorrer diferenças significativas entre o resultado obtido nas simulações e o retorno real obtido pelas estratégias. As simulações não devem ser utilizadas para realizar comparações com performances efetivamente verificadas. NEO Investimentos é a marca de fantasia da NEO Gestão de Recursos Ltda. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. AO INVESTIDOR É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO PROSPECTO E DO REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO AO APLICAR SEUS RECURSOS.



Movidos pelo desafio de
contribuir com o futuro

www.neo.com.br
ri@neo.com.br
SP +55 11 2164 1100

