

Revisão de tese após um forte 3T25

Após um resultado melhor que o esperado, ainda há espaço para mais

A Vivara apresentou um terceiro trimestre forte e acima das expectativas, com destaque para o desempenho superior da margem EBITDA. A empresa continua a expandir a margem bruta por meio da eficiência e do poder de precificação, mantendo uma receita resiliente, apesar das tendências mais fracas na bandeira Life. A expansão da margem está ancorada em quatro fatores estruturais: (i) melhores negociações de preços e com fornecedores, (ii) controle de estoque mais rigoroso e reposição mais rápida, (iii) ganhos de produtividade na fábrica e (iv) maior participação de mercado em todos os canais. A diretoria reforçou que as tendências de outubro permanecem consistentes com o terceiro trimestre. A capacidade de precificação permanece “natural” na bandeira Life, enquanto no ouro a cadência é mais gradual, devido ao estoque estratégico. A prioridade da Vivara é a sustentabilidade da margem bruta — não uma participação de mercado agressiva. Com os fatores estruturais agora incorporados à operação, a visibilidade da margem permanece alta para o final de 2025-2026. Combinado com o excesso de estoque de ouro liberando capital de giro, a Vivara entra em 2025-2026 com múltiplos vetores: maior SSS, novas lojas, inovação e penetração digital — tudo com melhor eficiência de capital.

Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E
RoIC (EBIT) %	20,1	24,4	23,6	25,4	29,1
EV/EBITDA	14,5	6,7	8,4	6,7	5,4
P/L	21,9	7,0	11,4	10,5	8,4
Dividend Yield %	1,1	1,9	2,1	2,4	2,4
Resumo Financeiro (R\$ milhões)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Receita	2.187	2.577	3.014	3.468	4.011
EBITDA	592	782	960	1.096	1.288
Lucro Líquido	369	653	662	721	897
LPA (R\$)	1,60	2,80	2,80	3,10	3,80
DPA líquido (R\$)	0,40	0,40	0,70	0,80	0,80
(Dívida Líquida)/Caixa	(487)	(691)	(486)	198	542

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no últimos preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 31,93 em 11 de novembro de 2025.

Rating
COMPRA

Sumário

Ticker	VIVA3
Preço Alvo (R\$)	38,0
Preço (R\$)	31,9
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R\$ mn)	7.505,84
Vol. Méd. 12M (R\$ mn)	83,26
Atualização Preço-alvo	11/11/2025

Valuation:

	2025E	2026E
P/L	11,4x	10,5x
EV/EBITDA	8,4x	6,7x

Performance:

Novembro (%)	2,3%
LTM (%)	31,2%



Analistas

Luiz Guanais

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Yan Cesquim

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Pedro Lima

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Luis Mollo

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Eficiência de estoque: liberação de caixa, preservando margens

A Vivara encerrou o trimestre com estoque estrategicamente elevado, liberando alavancas de conversão de caixa e margem para os próximos 6 a 9 meses. O estoque aumentou +R\$ 120 milhões em relação ao trimestre anterior, mas esse acúmulo foi 3 vezes menor do que os padrões sazonais históricos, indicando disciplina. Discriminação: R\$ 60 milhões de compras oportunistas de ouro durante a “semana do ouro”, R\$ 50 milhões vinculados à sazonalidade do final do ano e R\$ 10 milhões de efeitos contábeis (GGF). Notavelmente, a Vivara detém cerca de 130 kg de ouro excedente, o que significa que não são necessárias novas compras no quarto trimestre e no primeiro trimestre de 2026, aliviando a pressão sobre o capital de giro e fortalecendo a geração de caixa. Isso permite que a administração acelere o SSS da Life (marketing, lançamentos e ações de preços) sem implantação incremental de capital. O centro de distribuição no Espírito Santo também melhorou a eficiência de fusão e a alocação das lojas, expandindo a disponibilidade sem aumentar significativamente os níveis de estoque. Para 2026, o “Plano Ouro” assume uma relação de preços de 2:1 em relação à inflação de custos, o que significa que os preços devem mais do que compensar os aumentos de custos futuros, garantindo a sustentabilidade das margens.

Alavancagem operacional em meio à expansão resiliente da receita

A alavancagem operacional continua a apoiar a expansão das margens. Apesar da abertura de novas lojas, as despesas com vendas cresceram apenas marginalmente, pois as lojas maduras estão absorvendo as despesas gerais e administrativas das unidades mais novas. A maturidade das lojas acelerou para 1,5 ano, contra 3 anos anteriormente, reduzindo o atrito de evolução. As despesas de marketing normalizaram neste trimestre, com níveis semelhantes esperados para o futuro — trazendo previsibilidade às despesas gerais e administrativas. Dentro das despesas, os custos de vendas aumentaram ligeiramente devido a serviços de terceiros, enquanto as despesas gerais e administrativas foram pressionadas por investimentos em TI (CRM e eficiência digital). Na Life, os ciclos rápidos de reposição permitem ações de preços mais rápidas em comparação com joias finas, onde os preços devem ser planejados com antecedência. As aberturas de lojas devem se reacelerar em 2026, com forte SSS e do retorno mais rápido. A Vivara está simultaneamente expandindo a margem bruta e melhorando a produtividade das despesas — uma combinação raramente vista no varejo —, proporcionando um caminho claro para o crescimento do EBIT e do lucro em 2025-26.

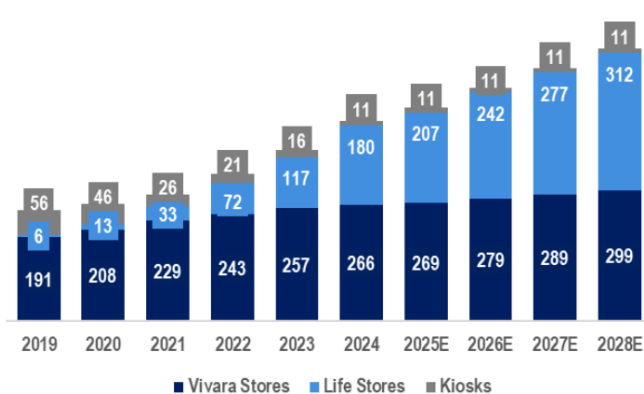
Pilares digitais, omnicanal e de crescimento a longo prazo

O digital continua sendo um pilar estratégico. Embora o e-commerce no 4T24 tenha enfrentado problemas sistêmicos, as comparações ficam mais fáceis a partir daqui, e a administração classifica o próximo ano como “fundamental” para o online. A taxa de conversão e a eficiência do CRM devem melhorar à medida que o centro de distribuição no Espírito Santo entra na fase 2: atendendo tanto ao reabastecimento das lojas quanto ao atendimento online, tornando os ganhos de margem digital estruturais — e não pontuais. A Black Friday deve acelerar o SSS da Life, embora com restrições temporárias de preços. Os recursos omnicanal agora dependem de análises preditivas, maior exposição nas lojas e posicionamento mais inteligente do estoque. A administração vê espaço para aumentar o tráfego e espera que as melhorias na conversão do CRM impulsionem um crescimento digital em dois dígitos.

Tese atraente com um valuation ainda interessante

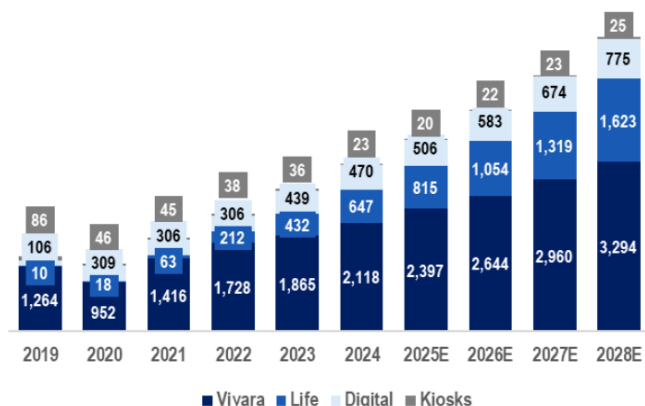
Aproveitamos a oportunidade após os resultados trimestrais para revisar nossos números para a Vivara. Nossas projeções de EBITDA e lucro líquido aumentam 1% e 1,5%, respectivamente, nos próximos três anos em relação ao nosso modelo anterior, levando a um preço-alvo de R\$ 38 para 2026 (contra R\$ 32 anteriormente). Consideramos a Vivara uma das opções mais atraentes no varejo brasileiro para os próximos trimestres, sustentada por um valuation descontado de 10,6x P/L para 2026, sinais construtivos de governança e momento operacional. O potencial de valorização dependerá de dois fatores principais: (i) expansão sustentada da margem bruta, particularmente das subcategorias Life e premium, e (ii) uma recuperação mais rápida do capital de giro nos próximos trimestres. Além do curto prazo, os pontos de monitoramento de longo prazo incluem a produtividade das lojas, a potencial canibalização entre os formatos Vivara e Life e a capacidade de reter e motivar os principais talentos de liderança. Embora os riscos permaneçam — particularmente em relação à continuidade da governança e à rotatividade da diretoria —, o conjunto de evidências sugere uma empresa que está executando com eficácia e mostrando maior alinhamento entre estratégia, conselho e operações. Com um robusto pipeline de inovação de produtos, treinamento intensificado da força de vendas e iniciativas de eficiência em fase de maturação, a Vivara tem um caminho claro para entregar crescimento de lucros e uma expansão de múltiplos.

Tabela 1: Número de lojas por formato



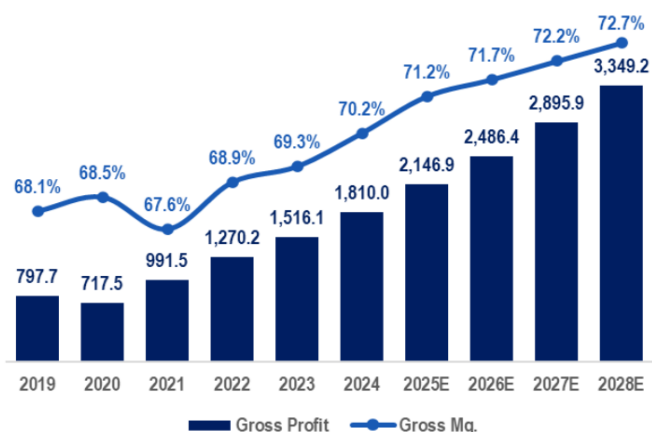
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 2: Vendas brutas por formato (R\$ milhões)



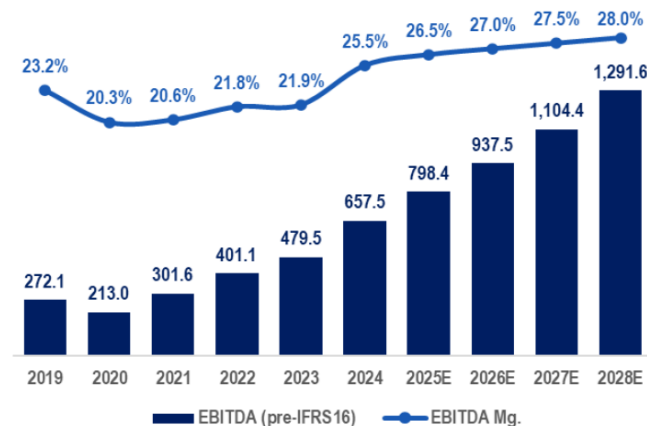
Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 3: Lucro bruto (R\$ milhões) e margem bruta (%)

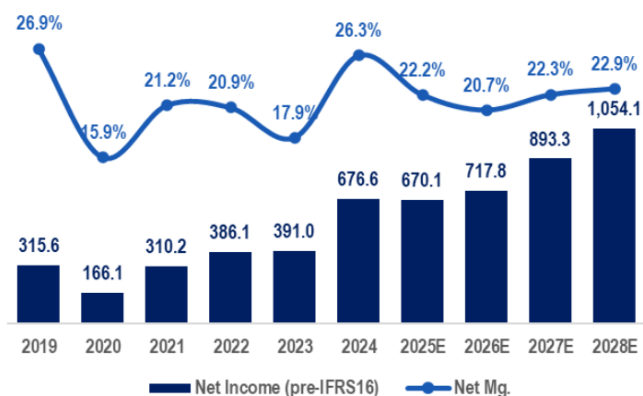


Fonte: Empresa e BTG Pactual
content.btgpactual.com

Tabela 4: EBITDA (pré-IFRS16 - R\$ milhões) e margem EBITDA (%)



Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 5: Lucro líquido (pré-IFRS16 - R\$ milhões) e margem líquida (%)


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 6: Evolução do ROIC (%)


Fonte: Empresa e BTG Pactual

Figura 1: Novo vs. Antigo - Vivara (R\$ milhões)

Financials R\$m	New			Old			Changes		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Gross revenues	4,185	5,174	5,984	4,328	5,198	6,008	-3.3%	-0.5%	-0.4%
Net revenues	3,014	3,468	4,011	2,983	3,461	4,001	1.1%	0.2%	0.3%
Gross profit	2,147	2,486	2,896	2,120	2,477	2,883	1.3%	0.4%	0.5%
Gross margin	71.2%	71.7%	72.2%	71.1%	71.6%	72.1%	14bps	14bps	14bps
Adj. EBITDA	936	1,096	1,288	922	1,086	1,275	1.6%	1.0%	1.0%
Adj. EBITDA margin	31.1%	31.6%	32.1%	30.9%	31.4%	31.9%	17bps	25bps	25bps
Adj. EBITDA (ex-IFRS)	798	938	1,104	783	924	1,088	2.0%	1.4%	1.5%
Ad. EBITDA margin (ex-IFRS)	26.5%	27.0%	27.5%	26.2%	26.7%	27.2%	25bps	33bps	33bps
Adj. Net income	662	721	897	662	710	872	-0.1%	1.5%	2.9%
Net margin	22.0%	20.8%	22.4%	22.2%	20.5%	21.8%	-25bps	27bps	57bps
Adj. Net income (ex-IFRS)	670	718	893	647	683	836	3.5%	5.1%	6.8%
Net margin	22.2%	20.7%	22.3%	21.7%	19.7%	20.9%	53bps	96bps	137bps

Fonte: BTG Pactual

Informações importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição. Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

(i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes; (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório. Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão. Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual. A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação. Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório. Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação. O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx