



Prezados(as) investidores(as),

Nesta carta extraordinária, abordaremos o Fato Relevante publicado pela Restoque (“Companhia Investida”) no dia 02 de outubro de 2014, sobre a incorporação de 100% das ações de emissão da Dudalina S.A. (pendente de aprovação pelo CADE e pelos acionistas da Restoque e da Dudalina) - fusão que criará a maior empresa do segmento de vestuário de alto padrão no Brasil. No mês de novembro, após os resultados do 3º Trimestre, enviaremos a Carta Trimestral comentando o desempenho de nossas companhias.

Dudalina

Fundada em 1957, a Dudalina S.A. atua no segmento de vestuário de alto padrão através de três marcas: “Dudalina”, “Individual” e “Base”. Em 2013 a empresa teve faturamento bruto de R\$555 milhões, o que, somado ao faturamento da Restoque, totaliza um valor de R\$1,6 bilhão.

A empresa é reconhecida pelas camisas com excelentes cortes e altíssima qualidade, fabricadas na sua maioria em território nacional - aproximadamente 80% dos produtos comercializados pela Dudalina são produzidos em cinco plantas próprias de fabricação.

A distribuição dos produtos é feita por três canais distintos: 66 Lojas Próprias, 36 Franquias e 3 mil Lojas Multimarcas, sendo este último canal o de maior destaque, representando 67% do faturamento bruto da empresa, seguido de 26% em Lojas Próprias e 7% em Franquias.

Avaliamos o potencial de crescimento de receita na Dudalina como expressivo e com retorno marginal extremamente atraente.

Tendo grande atuação no mercado de atacado, principalmente por meio de Lojas Multimarcas, há uma oportunidade clara de *cross-selling*, uma vez que algumas dessas lojas comercializam apenas uma das marcas, apenas uma das categorias de produto (ex: camisas), ou apenas para um público (ex: masculino). Assim, há ainda grande espaço para a empresa aumentar sua receita sem aumentar as despesas, custos e investimentos na mesma proporção.

No canal de varejo, principalmente por meio de suas lojas próprias, a oportunidade encontra-se na abertura de novas lojas e na comercialização de outras categorias de produtos. As lojas da Dudalina possuem um formato muito interessante:

- Pequenas - área média de 57 m²;
- Baixo investimento, tanto de CAPEX quanto de capital de giro;
- Alta produtividade - o faturamento líquido médio anual por m² dos últimos 12 meses foi de R\$45,9 mil/m²; e
- Margens elevadas - margem EBITDA de 39,5%.

Como resultado, atualmente o tempo de retorno do capital investido (*payback*) de uma nova loja ocorre em um período inferior a um ano, com taxa interna de retorno superior a 100%. É claro que a tendência é a diminuição do retorno marginal à medida que são abertas novas lojas. Contudo, mesmo nessas

circunstâncias, dado o elevado retorno marginal atual, ainda há grande espaço para abertura de novas lojas, até o momento em que o retorno dessas seja inferior ao custo de capital da empresa.

A empresa possui como principais acionistas os fundos de *private equity* Warburg Pincus e Advent International, além de 3 membros da família fundadora.

Fusão

Após a aprovação pelos acionistas da Restoque e da Dudalina, e pelo CADE, a incorporação será realizada através da troca de ações: a Restoque incorporará 100% das ações da Dudalina; em troca, os acionistas da Dudalina receberão ações emitidas pela Restoque que representarão 50% do capital social após a incorporação.

Com a incorporação, os acionistas da Dudalina indicarão 4 novos conselheiros para a companhia: Alain Juan Pablo Belda Fernandes, Claudio Roberto Ely, Juan Pablo Zucchini e Wilson Lourenço da Rosa.

Além disso, os atuais diretores-presidentes das duas empresas, Sonia Hess e Livingston Bauermeister, permanecerão em seus cargos.

Outro ponto negociado é que os principais acionistas da nova empresa (Artesia, Warburg Pincus, Advent Internacional e Sonia Hess) terão suas ações bloqueadas por 1 ano, sem poder vendê-las.

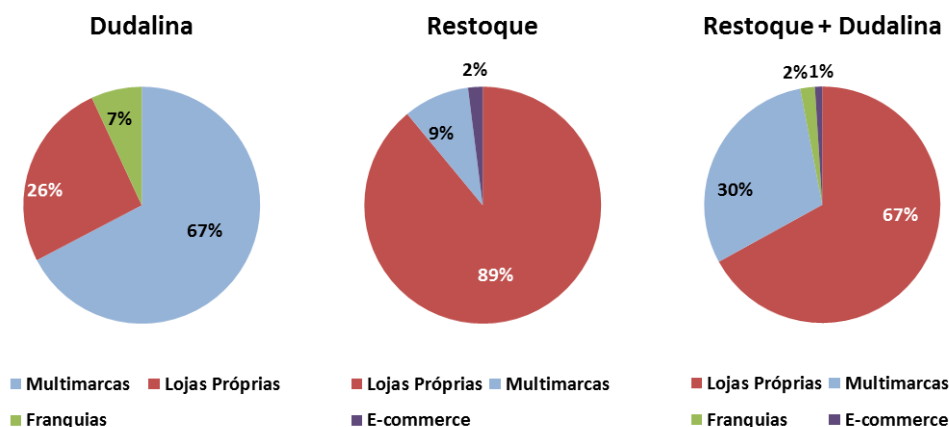
Racional

A fusão é extremamente positiva para ambas as empresas por diversos motivos.

1) Complementaridade dos canais de distribuição

Conforme mencionado, a Dudalina atua principalmente no segmento de atacado, enquanto que a atuação da Restoque tem maior enfoque no segmento de varejo. Dessa forma, a empresa resultante (i) terá maior expressividade em ambos os segmentos de atuação, mitigando o risco de concentração, (ii) apresentará ainda mais potencial de *cross-selling* no atacado de ambas as empresas; e (iii) poderá trocar *expertise* (tanto da Dudalina para a Restoque no canal de atacado, quanto da Restoque para a Dudalina no canal de varejo).

Segue abaixo a representatividade de cada canal no faturamento bruto das companhias atualmente e da empresa resultante.

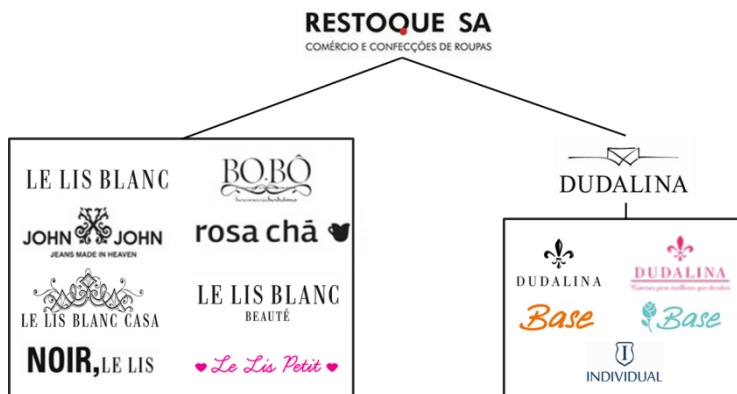


Fonte: Empresa

*Dados referentes ao período entre 30/06/13 e 30/06/14

2) Diversificação de marcas e do perfil dos consumidores

Com a incorporação, a Restoque complementaria seu portfólio, adicionando as marcas Dudalina, Individual e Base, diminuindo o risco de marca e diversificando o perfil de clientes.



Além disso, por estas marcas serem menos atreladas a tendências da moda (em relação as atuais marcas da Restoque), suas receitas são menos voláteis, o que reduziria ainda mais o risco da companhia resultante.

3) Melhoria na cadeia de suprimentos da empresa

A Dudalina fabrica aproximadamente 80% dos produtos por ela comercializados, o que resulta em menores *lead time* e custo de produção.

Ainda assim, atualmente, as fábricas da Dudalina possuem capacidade ociosa que poderia ser utilizada para produzir parte dos produtos comprados de terceiros pela Restoque.

Essa verticalização permitirá não apenas economia de custos e margens maiores em relação à atual estrutura da Restoque, mas também um melhor planejamento da cadeia de suprimentos, tornando-a mais eficiente.

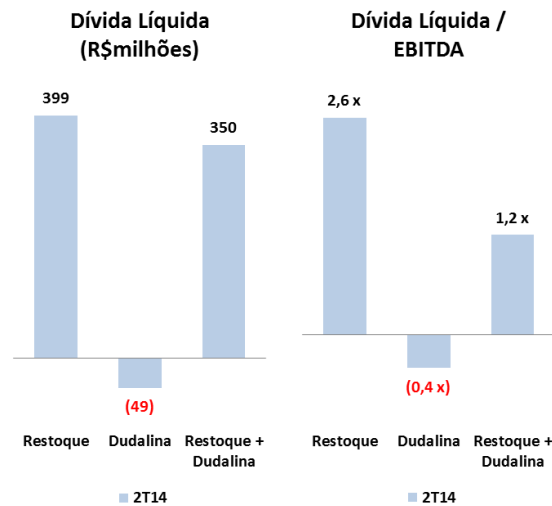
4) Redução de despesas operacionais

A nova empresa apresentará diversas sinergias operacionais, como despesas com marketing e equipe administrativa, melhor negociação com os shoppings, entre outras.

Portanto, a margem EBITDA da companhia, que já estava expandindo graças ao esforço da atual administração, deverá continuar expandindo no decorrer dos próximos anos.

5) Redução do endividamento

No fim do 2º trimestre de 2014 a Dudalina estava com caixa líquido de R\$49 milhões, ou -0,4x EBITDA, e a Restoque estava com dívida líquida de R\$399 milhões, ou 2,6x EBITDA. Com a combinação das duas empresas, a dívida líquida da nova companhia será reduzida para R\$350 milhões, ou 1,2x EBITDA, conforme gráficos abaixo.



Fonte: Empresa

Com a redução da alavancagem, a empresa teria mais fôlego para continuar o processo de abertura de novas lojas, principalmente das marcas Dudalina, John&John e Rosa Chá – essa última tendo sua primeira loja inaugurada no fim do mês de julho.

Além disso, a empresa estaria mais preparada caso o cenário macroeconômico se deteriorasse.

6) Sinergias financeiras

A incorporação das ações da Dudalina pela Restoque gerará ágio financeiro, que deverá ser amortizado ao longo dos anos, reduzindo a alíquota de imposto de renda da companhia.

Conclusão

Na nossa visão, essa fusão é transformacional para a empresa. A complementaridade das duas companhias é enorme, tanto do ponto de vista de perfil do consumidor quanto dos canais de distribuição. Acreditamos que, com a *expertise* conjunta de ambas as equipes (Dudalina em atacado e Restoque em varejo), a nova Restoque se tornaria mais completa e pronta para crescer com mais rentabilidade, gerando valor para seus acionistas.

Além disso, o formato da fusão, via troca de ações e bloqueio (*lock-up*) de 1 ano para os acionistas relevantes, demonstra o comprometimento destes com a empresa e a convicção de que todas as sinergias acima citadas poderão ser obtidas.

Analisando o múltiplo Preço/Lucro da nova Restoque *vis-à-vis* o de empresas que também atuam no setor de vestuário no Brasil e no mundo, podemos observar que a empresa estaria negociando com desconto em relação à média do setor. Vale salientar que este desconto ainda não considera todas as sinergias operacionais, ou seja, se as considerássemos, este desconto seria ainda maior.

Para uma melhor comparação, reduzimos o valor de mercado da companhia pelo valor presente do benefício fiscal do ágio. Abaixo seguem as tabelas com os múltiplos Preço/Lucro das empresas que atuam no Brasil e no mundo.

	1º Ano Fiscal	2º Ano Fiscal
Nova Restoque	13,3 x	9,6 x
Arezzo	16,8 x	14,3 x
Guararapes	11,1 x	9,3 x
Hering	11,5 x	10,7 x
Lojas Renner	17,4 x	15,2 x
Marisa	13,6 x	10,4 x
Média Pares	14,1 x	12,0 x

	1º Ano Fiscal	2º Ano Fiscal
Nova Restoque	13,3 x	9,6 x
A&F	11,8 x	10,6 x
Burberry	17,6 x	15,9 x
Coach	16,4 x	13,2 x
GAP	11,3 x	10,3 x
Guess	15,3 x	13,6 x
H&M	20,7 x	18,3 x
Hermes	25,1 x	22,2 x
Inditex	22,4 x	20,0 x
Kering	13,2 x	11,5 x
LVMH	16,0 x	14,4 x
Next	14,4 x	13,3 x
Prada	20,1 x	17,6 x
PVH	13,4 x	11,7 x
Ralph Lauren	16,3 x	13,8 x
VF	18,3 x	16,0 x
Média Pares	16,8 x	14,8 x

Fonte: Consenso Bloomberg.

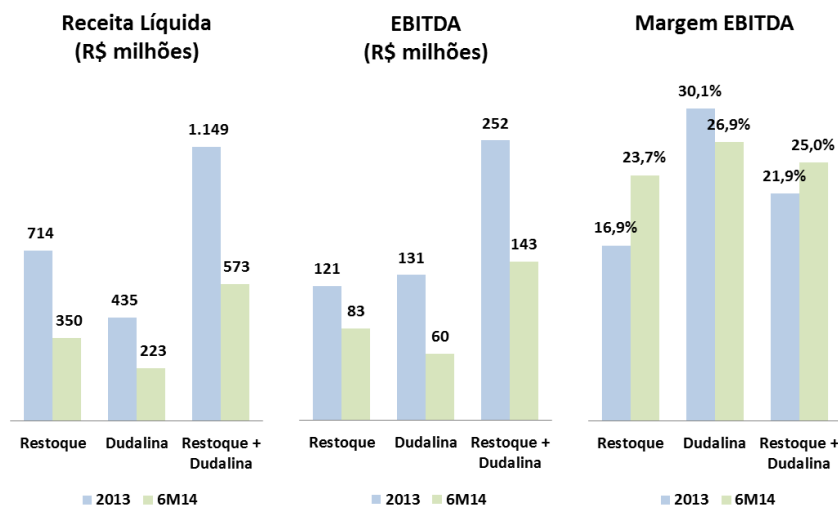
Dados referentes a fechamento 10/10/14.

*Algumas empresas internacionais possuem ano fiscal diferente.

Por fim, acreditamos que a ação da Restoque está negociando com desconto do seu valor intrínseco em todos os diferentes cenários considerados em nossos modelos (fluxo de caixa descontado).

Anexo – Dados financeiros da Dudalina e Restoque

Abaixo seguem os dados de Receita Operacional Líquida, EBITDA e margem EBITDA das empresas separadas e combinadas para os períodos de 2013 e primeiro semestre de 2014.



Fonte: Empresa

Atenciosamente,

Equipe Guepardo Investimentos.

Aviso Legal

O CONTEÚDO DESSA CARTA É MERAMENTE INFORMATIVO. NÃO SE TRATA DE ANÁLISE OU RELATÓRIO DE ANÁLISE, E NÃO SE DESTINA À PUBLICAÇÃO, DIVULGAÇÃO OU DISTRIBUIÇÃO A TERCEIROS. O GESTOR NÃO SE RESPONSABILIZA POR EVENTUAIS ERROS DE AVALIAÇÃO E OMISSÕES.

OS COMENTÁRIOS, DADOS E FIGURAS APRESENTADOS NESTE DOCUMENTO FORAM PRODUZIDOS MERAMENTE PARA USO INTERNO DO GESTOR, NÃO FORAM SUBMETIDOS À ANÁLISE DO ADMINISTRADOR, E TAMPOUCO FORAM RECONCILIADOS POR CONTADOR OU AUDITADOS POR AUDITOR INDEPENDENTE. PORTANTO, TAIS INFORMAÇÕES NÃO SUBSTITUEM DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS OU QUAISQUER OUTRAS INFORMAÇÕES OBRIGATÓRIAS PRODUZIDAS POR FUNDOS GERIDOS PELO GESTOR.

PODE HAVER DISCREPÂNCIAS EM RELAÇÃO A INFORMAÇÕES CONTÁBEIS OBRIGATÓRIAS EM VISTA DE UTILIZAÇÃO DE METODOLOGIAS E CLASSIFICAÇÕES PARTICULARES DO GESTOR. ALGUMAS DAS INFORMAÇÕES PRESENTES NESTA CARTA PODEM SER BASEADAS EM SIMULAÇÕES E OS RESULTADOS REAIS PODERÃO SER SIGNIFICATIVAMENTE DIFERENTES.

O GESTOR NÃO SE RESPONSABILIZA POR USO QUALQUER FEITO, SEJA PELO RECEPTOR DAS OPINIÕES E INFORMAÇÕES AQUI CONTIDAS, SEJA POR TERCEIROS QUE EVENTUALMENTE VENHAM A ELAS TER ACESSO. TAMPOUCO O GESTOR SE RESPONSABILIZA POR EVENTUAIS PREJUÍZOS OU DANOS CAUSADOS PELA UTILIZAÇÃO DAS OPINIÕES E INFORMAÇÕES AQUI CONTIDAS. O RECEPTOR NÃO DEVE TOMAR DECISÕES DE INVESTIMENTO COM BASE NESSAS OPINIÕES E INFORMAÇÕES. O INVESTIDOR DEVE TOMAR SUAS PRÓPRIAS DECISÕES DE INVESTIMENTO.

O MATERIAL É SIGILOSO E FOI PRODUZIDO APENAS PARA PROVEITO NAS CONDIÇÕES REFERIDAS ACIMA. SOB AS PENAS DA LEI, O RECEPTOR SE COMPROMETE A MANTER A CONFIDENCIALIDADE DAS OPINIÕES E INFORMAÇÕES AQUI CONTIDAS, ABSTENDO-SE DE RETRANSMITIR-LAS A OUTRAS PESSOAS NÃO AUTORIZADAS PREVIAMENTE PELO GESTOR, NÃO IDENTIFICADAS, OU TERCEIROS QUAISQUER.

EM RELAÇÃO AOS FUNDOS APRESENTADOS, LEIA OS RESPECTIVOS PROSPECTOS E OS REGULAMENTOS DOS ANTES DE INVESTIR. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO (FGC).

OS FUNDOS DO GESTOR PODEM ESTAR EXPOSTOS A SIGNIFICATIVA CONCENTRAÇÃO EM ATIVOS DE RENDA VARIÁVEL COM POUCOS EMISSORES.

VERIFIQUE SE ESTES FUNDOS UTILIZAM ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUAS RESPECTIVAS POLÍTICAS DE INVESTIMENTO. TAIS ESTRATÉGIAS, DA FORMA COMO SÃO ADOTADAS, PODEM RESULTAR EM PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS QUOTISTAS, PODENDO INCLUSIVE ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO E A CONSEQUENTE OBRIGAÇÃO DOS RESPECTIVOS COTISTAS DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS PARA COBRIR O PREJUÍZO DO FUNDO. VERIFIQUE SE OS FUNDOS ESTÃO AUTORIZADOS A REALIZAR APLICAÇÕES EM ATIVOS FINANCEIROS NO EXTERIOR. AS RENTABILIDADES PORVENTURA MENCIONADAS NÃO SÃO ISENTAS DE IMPOSTOS. PARA FUNDOS QUE PERSEGUEM A MANUTENÇÃO DE UMA CARTEIRA DE LONGO PRAZO, NÃO HÁ GARANTIA DE QUE TERÃO O TRATAMENTO TRIBUTÁRIO PARA FUNDOS DE LONGO PRAZO. VERIFIQUE SE A LIQUIDAÇÃO FINANCEIRA E CONVERSÃO DOS PEDIDOS DE RESGATE DE QUALQUER DOS FUNDOS MENCIONADOS OCORREM EM DATA DIVERSA DO RESPECTIVO PEDIDO.

OUIDORIA GUEPARDO INVESTIMENTOS – (11) 3103-9200 OU CONTATO@GUEPARDOINVEST.COM.BR.