

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS

Guilherme Pedroni Palhares

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA CIA. HERING

PORTO ALEGRE

2015

Guilherme Pedroni Palhares

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA CIA. HERING

Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Administração apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Guilherme R. Macedo

Porto Alegre

2015

Guilherme Pedroni Palhares

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA CIA. HERING

Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Administração apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Conceito final:

Aprovado em de de

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. -

Prof. Dr. -

Prof. Dr. -

Orientador – Prof. Dr. -

AGRADECIMENTOS

Agradeço à Universidade Federal do Rio Grande do Sul, colegas, colaboradores, professores e voluntários que fazem desta uma das maiores universidades do país. Agradeço a Universidade por me possibilitar ter voz e devolver valor aos demais alunos por iniciativas como o Clube de Consultoria e a Liga da Administração.

Agradeço à minha mãe, Marinê Pedroni pelo apoio incondicional e por estar presente em meu dia a dia olhando por mim nos mais singelos atos, seja acordar cedo para me ajudar nas rotinas da manhã, seja por ficar acordada até tarde para me acompanhar nas jantas e conversar sobre o dia.

Agradeço ao meu pai, Mário Tasso Corrêa Palhares, pelo exemplo de dedicação à família e pelos conselhos nos momentos mais difíceis com que me deparei em minha trajetória acadêmica, pessoal e profissional.

Agradeço ao meu irmão, Henrique Pedroni Palhares, por ser uma fonte de inspiração de trabalho intenso, capacidade de relacionamento e equilíbrio em todas as esferas da vida. Agradeço pelo companheirismo independente de distâncias e por me incentivar a ir cada vez mais longe.

Agradeço ao meu padrinho, Gilberto Pedroni, pela dedicação e apoio desde os primeiros passos. Agradeço por mostrar como traduzir sentimentos em arte e a importância de manter uma família coesa e respeitosa às suas origens.

Agradeço à minha avó, Graciema Turra Pedroni, pelo carinho e preocupação ao longo dos anos. Agradeço pelas longas conversas sobre a origem da família e lembrar-me constantemente da importância de nossas raízes.

Agradeço aos meus colegas de curso, do Colégio Anchieta e do Reino da Criança pela união e por continuarem juntos depois de tantos anos e por estarem presentes tanto nos momentos de dúvidas, quanto nos momentos de bagunça e risadas.

Agradeço a todos meus colegas de trabalho da Geral Investimentos, Forjas Taurus e Vokin Investimentos por complementarem meu ensino fora da sala de aula e por me ajudarem no processo de amadurecimento profissional.

RESUMO

Este trabalho de conclusão de curso em Administração teve como objetivo apresentar um estudo de caso do processo de precificação de uma empresa de capital aberto com base em modelo de fluxo de caixa descontado e de múltiplos comparáveis. O estudo de caso teve como metodologia a pesquisa exploratória. Com base nos dados levantados, compilados e analisados, foi possível compreender as principais dinâmicas competitivas do mercado de vestuário e embasar as premissas utilizadas na projeção do fluxo de caixa e taxa de desconto para mensuração do valor da companhia por seus fundamentos e pela análise relativa aos seus pares. Conclui-se, pois, que o valor justo da Cia Hering S/A é de R\$ 19,43 por ação.

Palavras-chave: avaliação de empresas. estratégia competitiva. valuation, macroambiente, varejo.

ABSTRACT

This is a paper of conclusion course in Business Administration and aims to analyze a study case on the valuation process of a listed company using relative and discounted free cash flow valuation methods. Macro environment and competitive strategy frameworks are used to develop the inputs used in the valuation model. This paper used an exploratory research as a method. Within the data collected, organized and analyzed, it was possible to understand how the environment and the competition might affect the company and how it impact in the value of the company. It is possible to conclude that Cia Hering S/A value R\$ 19.43 per share.

Keywords: Company valuation. Competitive Strategy, Macro Environment, Valuation. Retail.

LISTA DE GRÁFICOS

| | |
|--|-----|
| Gráfico 1 – Taxa de Crescimento Populacional Geométrica - TCG | 46 |
| Gráfico 2 – TCG por Faixa Etária | 46 |
| Gráfico 3 – Composição Etária da População | 47 |
| Gráfico 4 – TCG de Pessoas de Quinze Anos ou Mais | 48 |
| Gráfico 5 – Participação das Vendas na Internet do Total do Mercado de Vestuário..... | 55 |
| Gráfico 6 - Mercado Mundial de Vestuário..... | 59 |
| Gráfico 7 - Crescimento Anual Composto do Mercado de Vestuário de 2000 a 2014 | 60 |
| Gráfico 8 – Segmentação do Setor de Vestuário e Seus Crescimentos..... | 64 |
| Gráfico 9 – Segmentação de Gêneros do Mercado Adulto | 65 |
| Gráfico 10 – Segmentação por Ocasão de Uso do Mercado Adulto | 66 |
| Gráfico 11 – Correlação Margem e Receita Renner..... | 77 |
| Gráfico 12 – Correlação Margem e Receita Guararapes | 78 |
| Gráfico 13 - Faturamento de Bens de Consumo Online - R\$ bi..... | 101 |
| Gráfico 14 - Ticket Médio Online - R\$ | 101 |
| Gráfico 15 - Mix de Produtos de Vestuário Online..... | 103 |
| Gráfico 16 - Concorrência Online | 104 |
| Gráfico 17 - Balança Comercial de Vestuário e Acessórios - US\$ bi..... | 110 |
| Gráfico 18- Inaugurações de Shopping Centers por Ano..... | 116 |
| Gráfico 19- Deduções Percentual da Receita Bruta | 123 |
| Gráfico 20 - Participação da Receita de Internet no Total da Receita Bruta..... | 125 |
| Gráfico 21 - Evolução do Ticket Médio Real..... | 126 |
| Gráfico 22 - Preço da Rede Hering Relativo ao Preço do Mercado Adulto de Vestuário | 127 |
| Gráfico 23 - Análise Trimestral do Preço Real | 128 |
| Gráfico 24 - Receita por m ² - R\$ mil..... | 129 |
| Gráfico 25 - Variação de Atendimentos por m ² de Lojas Próprias | 130 |
| Gráfico 26 - Franquias por Loja Própria - Marca Hering..... | 131 |
| Gráfico 27 - Proporção de Franquias para Lojas Próprias..... | 132 |
| Gráfico 28 - Correlação de Atendimentos por m ² | 134 |
| Gráfico 29 - Quantidade de Franquias - PUC | 138 |
| Gráfico 30 - Receita Líquida Total..... | 139 |
| Gráfico 31 - Receita Líquida Relativa..... | 140 |
| Gráfico 32 - Custos Percentuais da Receita Líquida Históricos..... | 141 |
| Gráfico 33 - Margem EBITDA Comparativa..... | 142 |
| Gráfico 34 - Contas de Ativo como Percentual da Receita | 143 |
| Gráfico 35 - Contas do Passivo Circulante Percentual dos Custos e Despesas..... | 144 |
| Gráfico 36 - Passivos de Longo Prazo Percentual dos Custos e Despesas | 145 |
| Gráfico 37 - Dispersão de Compras e Custos..... | 146 |
| Gráfico 38 - Prazo Médio de Pagamento | 146 |
| Gráfico 39 - Provisão para Perda de Estoque | 147 |

| | |
|---|-----|
| Gráfico 40 - Provisão de Devedores Duvidosos..... | 148 |
| Gráfico 41 - Prazo Médio de Estoques no Mercado Doméstico Histórico | 149 |

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

| | |
|---|-----|
| Ilustração 1 - Cinco Forças de Porter | 24 |
| Ilustração 2 – Exportação de Produtos de Vestuário em 2012 – Bilhões de Dólares..... | 53 |
| Ilustração 3 – Intenção de Outsourcing das Companhias de Vestuário por País | 54 |
| Ilustração 4 – Rentabilidade das Empresas de Vestuário Líderes em Engajamento Virtual.... | 56 |
| Ilustração 5 – Posicionamento das empresas nas classes sociais | 73 |
| Ilustração 6 - Cadeia Produtiva Têxtil..... | 108 |
| Ilustração 7 - ABL por 100 Habitantes..... | 115 |
| Ilustração 8 - Canais de Distribuição Hering..... | 116 |

LISTA DE QUADROS

| | |
|--|-----|
| Quadro 1– Perspectivas Macroeconômicas | 48 |
| Quadro 2 - Produtores Mundiais do Setor Têxtil | 109 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|---|-----|
| Tabela 1 - Perspectivas Macroeconômicas do Banco Itaú | 49 |
| Tabela 2 - Perspectivas Macroeconômicas do Banco Bradesco..... | 50 |
| Tabela 3 – Média das Perspectivas do Itaú e do Bradesco | 50 |
| Tabela 4 – Natureza das Sociedades de Empresas de Vestuário | 57 |
| Tabela 5 - Benefícios Fiscais das Empresas de Vestuário Listadas | 58 |
| Tabela 6 – Crescimento do PIB e do Mercado de Vestuário Brasileiro em Dólares | 61 |
| Tabela 7 – Vendas de Vestuário por canal | 62 |
| Tabela 8 - Concentração do Setor de Vestuário no Mundo..... | 63 |
| Tabela 9 – Segmentação das Empresas do Setor..... | 67 |
| Tabela 10 – Dados Operacionais das Empresas | 70 |
| Tabela 11 – Receita por loja e por metro quadrado..... | 72 |
| Tabela 12 - Análise Histórica | 76 |
| Tabela 13 - Análise do Negócio de Varejo..... | 79 |
| Tabela 14 - Indicadores de Liquidez | 80 |
| Tabela 15 - Indicadores de Atividade..... | 81 |
| Tabela 16 - Indicadores de Margens Financeiras | 83 |
| Tabela 17 - Indicadores de Endividamento | 84 |
| Tabela 18 - Indicadores de Retorno..... | 85 |
| Tabela 19 - Quantidade de Lojas de Novos Entrantes..... | 88 |
| Tabela 20 - Dados Operacionais da GAP | 90 |
| Tabela 21 - Tamanho das Lojas da GAP..... | 91 |
| Tabela 22 - Receita Líquida da GAP | 92 |
| Tabela 23 - Dados Operacionais da H&M | 93 |
| Tabela 24 - Análise Relativa das Novas Entrantes e Hering..... | 94 |
| Tabela 25 - Receita por Loja e por m ² de Hering e Novos Entrantes..... | 95 |
| Tabela 26 - Indicadores de Liquidez de Novos Entrantes | 95 |
| Tabela 27 - Indicadores de Atividade de Novos Entrantes | 96 |
| Tabela 28 - Indicadores de Margens Financeiras de Novos Entrantes..... | 97 |
| Tabela 29 - Indicadores de Endividamento de Novos Entrantes..... | 98 |
| Tabela 30 - Indicadores de Retorno de Novos Entrantes | 99 |
| Tabela 31 - Estimativa do Tamanho do Mercado de Vestuário Online | 102 |
| Tabela 32 - Indicadores de Liquidez da Netshoes | 105 |
| Tabela 33 - Indicadores de Atividade da Netshoes | 106 |
| Tabela 34 - Indicadores de Margens Financeiras da Netshoes..... | 106 |
| Tabela 35 - Indicadores de Endividamento da Netshoes..... | 107 |
| Tabela 36 - Receitas das Maiores Têxteis | 111 |
| Tabela 37 - Margens Financeiras das Empresas Têxteis..... | 112 |
| Tabela 38 - Indicadores de Atividade das Empresas Têxteis | 113 |
| Tabela 39 - Quantidade de Projeções | 119 |

| | |
|---|-----|
| Tabela 40 - Histórico e Consenso de Dados..... | 120 |
| Tabela 41 - Múltiplos Históricos e Projetados | 120 |
| Tabela 42 - Avaliação Relativa Final | 121 |
| Tabela 43- Shoppings-alvo Marca Hering..... | 135 |
| Tabela 44 - Shoppings-alvo Marca Hering Kids | 136 |
| Tabela 45 - Regras de Franquia | 137 |
| Tabela 46 - Abertura dos Custos | 140 |
| Tabela 47 - Vida Útil do Permanente | 151 |
| Tabela 48 - Fluxo de Caixa Operacional e de Investimentos | 152 |
| Tabela 49 - Distribuição de Dividendos e JCP..... | 153 |
| Tabela 50 - Cálculo do WACC..... | 155 |
| Tabela 51 - Cálculo do Beta Desalavancado | 156 |
| Tabela 52 - Avaliação Final..... | 158 |

SUMÁRIO

| | |
|---|-----------|
| 1. DELIMITAÇÃO DO PROBLEMA..... | 15 |
| 2. JUSTIFICATIVA | 19 |
| 3 REVISÃO TEÓRICA | 20 |
| 3.1 ANÁLISE DO MACROAMBIENTE | 20 |
| 3.1.1 Ambiente demográfico..... | 20 |
| 3.1.2 Ambiente econômico | 21 |
| 3.1.3 Ambiente sociocultural..... | 21 |
| 3.1.4 Ambiente natural | 22 |
| 3.1.5 Ambiente tecnológico | 22 |
| 3.1.6 Ambiente político-legal | 22 |
| 3.2. ESTRUTURA COMPETITIVA..... | 23 |
| 3.2.1 Ameaça de novos entrantes | 24 |
| 3.2.2 Rivalidade entre concorrentes estabelecidos | 25 |
| 3.2.3 Ameaça de produtos ou serviços substitutos | 26 |
| 3.2.4 Poder de negociação de compradores..... | 26 |
| 3.2.5 Poder de negociação de fornecedores..... | 27 |
| 3.2.6 O Governo enquanto sexta força | 27 |
| 3.4 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS | 27 |
| 3.4.1 Análise horizontal, vertical e de indicadores | 27 |
| 3.4.2 Indicadores de liquidez..... | 28 |
| 3.4.2 Indicadores de atividade e prazos | 29 |
| 3.4.3 Indicadores de margens financeiras | 31 |
| 3.4.4 Indicadores de retorno..... | 32 |
| 3.4.5 Indicadores de endividamento | 33 |
| 3.4.6 Indicadores de alavancagem..... | 34 |
| 3.5. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS | 35 |
| 3.5.1 Avaliação por múltiplos comparáveis | 35 |
| 3.5.2 Avaliação por fluxo de caixa descontado | 37 |
| 3.5.3 Bases de projeção..... | 37 |
| 3.5.4 Avaliação do valor da perpetuidade | 38 |
| 3.5.5 Construção da taxa de desconto | 39 |

| | |
|---|------------|
| 4. OBJETIVOS..... | 42 |
| 4.1. OBJETIVO GERAL..... | 42 |
| 4.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS..... | 42 |
| 5. METODOLOGIA | 43 |
| 6. ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS | 45 |
| 6.1 ANÁLISE DO MACROAMBIENTE | 45 |
| 6.1.1 Ambiente demográfico..... | 45 |
| 6.1.2 Ambiente econômico | 48 |
| 6.1.4 Ambiente natural | 52 |
| 6.1.5 Ambiente tecnológico | 54 |
| 6.1.6 Ambiente político-legal | 56 |
| 6.2. ESTRUTURA COMPETITIVA..... | 59 |
| 6.2.1. Rivalidade entre concorrentes estabelecidos | 59 |
| 6.2.2. Ameaça de novos entrantes | 88 |
| 6.2.3. Ameaça de produtos ou serviços substitutos | 100 |
| 6.2.4. Poder de barganha dos fornecedores | 107 |
| 6.2.4. Poder de barganha dos clientes | 116 |
| 6.3. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS | 117 |
| 6.3.1. Avaliação Relativa | 117 |
| 6.3.1. Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado | 122 |
| 7. CONSIDERAÇÕES FINAIS | 159 |
| REFERÊNCIAS..... | 161 |
| ANEXOS | 172 |

1. DELIMITAÇÃO DO PROBLEMA

O mercado de capitais brasileiro passa por um momento difícil em termos de novas companhias com ações negociadas na bolsa de valores, foram quatro pedidos de abertura de capital e apenas uma listagem em 2014 segundo a CVM. O nível de emissões acaba por limitar o universo de empresas de capital aberto ao qual os investidores possuem acesso, de modo que é imprescindível que o processo de tomada de decisão de alocação de recursos em renda variável seja criterioso para auferir o maior ganho possível na arbitragem entre preço e valor das companhias.

Além disso, o ambiente de investimentos na bolsa de valores tem se mostrado desafiador aos investidores nos últimos cinco anos. Segundo dados da BM&FBovespa, entre o dia 04 de janeiro de 2010 e o dia 02 de janeiro de 2015, o Ibovespa, índice de ações que representa a bolsa brasileira, saiu de 70.045 pontos para 48.512 pontos, ou seja uma desvalorização acumulada de 30%. Enquanto isso, o CDI, taxa de negociação dos Créditos de Depósito Interbancários, considerado como ativo livre de risco, por ser parametrizado pela taxa de juros da economia, SELIC, acumulou uma variação positiva de aproximadamente 59% no mesmo período segundo dados da CETIP.

Enquanto o índice Ibovespa perdeu aproximadamente um terço de seu valor, os fundos de investimentos em ações perderam 44% do seu patrimônio líquido segundo dados da ANBIMA. Este dado traz a tona duas hipóteses: (i) os fundos de investimentos em ações estiveram investidos em empresas que não são integram o índice Ibovespa e que desempenharam pior que o índice; (ii) houve uma perda de interesse por parte do mercado financeiro nos fundos de investimentos em ações, causando resgates sistemáticos. De todo modo, o encolhimento do patrimônio destes veículos de investimento nos mostra que os últimos anos foram desafiadores para os gestores destes fundos, seja em termos em rentabilidade ou captações.

A busca pela rentabilidade no mercado de ações segue uma máxima costumeira amplamente difundida traduzida em comprar barato e vender caro, porém para que isso seja possível, é preciso entender se o preço observado de uma empresa pode ser considerado sub ou sobreavaliado. Para Póvoa (2012, p.2), o conceito de valor é extremamente subjetivo e depende de cada pessoa que conduz o processo de análise de um determinado ativo, enquanto

o preço é objetivo, sendo caracterizado pelo “encontro entre oferta e demanda por um bem ou serviço em determinado momento do tempo”. Para Carlsile (2014, p.19), os mercados são extremamente ineficientes na precificação dos ativos e, esta diferença, fez de muitos investidores, como Benjamin Graham e Warren Burffet, gestores de valor.

Diferente do conceito de Kotler (2012, p.9), de que existe uma percepção de valor, Damodaran (2012, p.1), argumenta que o valor de um ativo financeiro é objetivo e pode ser mensurado por dois instrumentos: a avaliação intrínseca e a avaliação relativa. Segundo o autor, “o valor intrínseco de um ativo é determinado pelos fluxos de caixa que esperam que sejam gerados pelo bem durante sua vida útil e pelo grau de incerteza a eles associados”, enquanto que a avaliação relativa busca comparar os preços de ativos similares àquele que está sendo analisado.

Ao mesmo tempo é preciso ter em mente que uma outra vertente dentro do estudo de finanças conhecida como Teoria Moderna de Finanças que define que os mercados precificam perfeitamente os ativos, como afirmam os autores Ross, Westerfield e Jordan (2013, p. 413). A teoria advém da premissa que a concorrência entre investidores na busca de distorção de preços e que o acesso equitativo à informação impossibilita que investidores possuam informações aos quais os demais não possuam acesso, sendo assim caracterizado como prática de *insider trading*. Por outro lado, cabe lembrar que a avaliação por meio do fluxo de caixa descontado e a análise de múltiplos conjunta permite compreender onde há desvios em torno da cada método de avaliação utilizado e compreender quais são as premissas adotadas pelo mercado, tornando possível a convergência ou divergência de opiniões e, por conseguinte, de avaliações.

Para a aplicação da ferramenta de valor intrínseco é preciso que se conheça a capacidade da empresa de gerar fluxos de caixa no futuro e trazê-los a valor presente por uma taxa de desconto adequada. Assim, a análise da empresa listada geradora de caixa deve ser criteriosa e ter embasamento tanto em suas características internas, quanto no ambiente em que ela se encontra. Para abranger estes dois temas será feita uma análise partindo do ambiente externo utilizando a técnica de análise do macroambiente proposta por Kotler (2012, p.49) composta pela análise do ambiente demográfico, do ambiente econômico, do ambiente sociocultural, do ambiente natural, do ambiente tecnológico e do ambiente político-legal.

Complementando a análise do macroambiente, este estudo propõe a análise da estrutura competitiva em que a empresa estudada está inserida para compreender os riscos e oportunidades a ela associados. Esta análise será realizada de acordo com a estrutura competitiva proposta por Porter (1998, p.4), o qual identificou a existência de cinco forças e que elas “refletem o fato de que a concorrência em uma indústria não está limitada aos participantes estabelecidos”. As cinco forças competitivas são: rivalidade entre as empresas existentes, poder de negociação com os compradores, poder de negociação com os fornecedores e ameaça de novos entrantes. Este conjunto de informações propiciará a identificação de riscos e oportunidades para empresa analisada na geração de valor.

Este estudo lançara mão da análise de demonstrativos financeiros para compreender os aspectos internos da companhia utilizando as ferramentas de análise horizontal, vertical e indicadores financeiros tais como: indicadores de liquidez, atividade, margens financeiras, retorno, endividamento, alavancagem e imobilização do patrimônio líquido, conforme proposto por Póvoa (2012, p.41).

Com isso, este estudo propõe um estudo de caso da Cia Hering S.A. utilizando o ferramental para análise da empresa, tanto internamente, quanto externamente, para utilização da precificação pelo desconto dos fluxos de caixa da firma, bem como aplicando a avaliação de múltiplos de empresas e negociações para, por fim, entender quanto vale a companhia e se esta apresenta distorção entre o valor estimado e o preço de mercado.

A Cia Hering A é uma das maiores empresas vestuário do Brasil e possui um modelo único de franquias que a diferencia das demais concorrentes. A companhia tem mais de um século de atividade, tendo sido fundada em 1880 por Bruno e Hermann Hering. Hoje, a empresa conta com a gestão de seis marcas (Heing, Hering for You, Hering Kids, PUC e DZARM), além de ter seus produtos expostos em outros quatro países da América Latina: Bolívia, Paraguai, Uruguai e Venezuela. São 11 unidades produtivas, dois centros de distribuição, 82 lojas próprias, 725 franquias e mais de 20 mil clientes multimarcas.

Além disso, a empresa foi escolhida como objeto de estudo por historicamente apresentar patamares de rentabilidade acima daqueles identificados pelos concorrentes e apresentar crescimento ao longo dos últimos dez anos. A gestão financeira da companhia e o conservadorismo em termos de tomada de dívida fazem do ativo uma impressionante companhia geradora de caixa ao longo da última década.

Assim, o presente estudo tem por objetivo a resposta da seguinte pergunta: é possível, hoje, comprar ações da Cia Hering S.A. a um preço descontado em relação ao valor da companhia obtido pelas análises propostas no dia 30 de outubro de 2015?

2. JUSTIFICATIVA

A análise e precificação da Cia. Hering S.A., permitirá, além da identificação das ações de emissão da empresa como oportunidade de investimento, o estabelecimento de um conhecimento crítico quanto ao posicionamento e estratégias adotadas pela administração da empresa e entender se estas estão alinhadas com a geração de valor para os acionistas, além de entender se a empresa conseguirá manter suas vantagens competitivas ao longo do tempo. A compreensão do setor pode, por ventura, indicar outras companhias cujos modelos de negócios são mais propensos a gerar resultados, identificando outras oportunidades de investimentos também.

Além disso, a construção de inteligência acerca da empresa e do setor possibilitará aos acionistas e possíveis acionistas questionar os administradores no que concerne o modelo de negócios da empresa e o que é preciso fazer para tornar a empresa mais valiosa. Estudantes e profissionais do mercado de capitais poderão ainda, por meio deste estudo, observar técnicas de análise e precificação que podem ser replicáveis para demais companhias na busca de discrepâncias entre preço e valor. Por último, empresários do setor e novos entrantes podem utilizar do presente estudo na avaliação de seus negócios e de oportunidades ainda não exploradas.

A disponibilização ampla no ambiente virtual deste estudo, bem como a apresentação do mesmo para banca de professores ao término do trabalho de conclusão de curso, possibilitará a estes públicos o acesso a informações relevantes quanto a oportunidades de investimentos de recursos excedentes.

3 REVISÃO TEÓRICA

3.1 ANÁLISE DO MACROAMBIENTE

Para Kotler (2012, p. 76) o macroambiente pode ser analisado pelas tendências e pelas principais forças que afetam o ambiente de negócios. São elas: ambiente demográfico, ambiente econômico, ambiente sociocultural, ambiente natural, ambiente tecnológico e ambiente político-legal. As necessidades e tendências, como são explicadas pelo autor se dividem três níveis: modismos, tendências e megatendências. Os modismos são excessos de demanda de curtíssima duração e imprevisíveis sem um impacto relevante na sociedade, o que é diferente de uma tendência, a qual é uma sequência estável, duradoura e previsível. Por último, as megatendências são aquelas tendências que persistem por um longo período de tempo causando grandes mudanças em todos os fatores influenciadores do ambiente de negócios. Para Grose (2012, p.70), os mesmos conceitos em relação à tendência são válidos, porém utiliza apenas de uma denominação diferente, adaptando o conteúdo para indústria de varejo ao chamar modismos de microtendências.

3.1.1 Ambiente demográfico

A análise do ambiente demográfico é aquela em que são pesquisadas as características da população, sendo uma situação bastante estável e previsível. Para Kotler (2012, p.77), os principais dados a serem levantados neste tipo de análise dizem respeito ao crescimento da população, à faixa etária, aos aspectos étnicos, aos graus de instrução e aos padrões familiares. É importante ressaltar que “crescimento populacional não significa crescimento de mercados, a menos que essas populações tenham poder de compra suficiente”.

Na questão etária, é importante dividir a população em seis estratos: “crianças em idade pré-escolar, crianças em idade escolar, adolescentes, adultos jovens (20 a 40 anos), adultos de meia-idade (40 a 65 anos) e idosos (mais de 65 anos)”.

Em se tratando da questão étnica, o autor estabelece que, embora algumas empresas tentem atingir todas as etnias, os grupos de raças diferentes possuem padrões de consumo

diferentes, seja pela concentração geográfica, e consequente efeito cultural, ou por aspectos biológicos inerentes das diferenças entre as pessoas.

Outro aspecto que pode influenciar os mercados é o grau de instrução da população, pois há diferença entre o comportamento do consumidor analfabeto, ou com ensino médio incompleto, ou com ensino médio completo, ou com ensino superior ou do consumidor com pós-graduação.

Por último, os padrões familiares afetam a renda disponível das pessoas e alocação dos recursos, sejam eles em educação dos filhos ou em viagens em casal.

“O poder de compra em uma economia depende da renda, dos preços, da poupança, do endividamento e da disponibilidade de crédito. Como a recente crise econômica demonstrou, as tendências que afetam o poder de compra podem ter um forte impacto nos negócios, especialmente no caso de produtos dirigidos a consumidores de alto poder aquisitivo e aos sensíveis a preço”. (KOTLER, 2012, p. 80)

3.1.2 Ambiente econômico

O efeito da economia é importante para entender o consumo de um mercado, pois é um fator que pode abalar tanto a psicologia do consumidor, quanto a distribuição de renda e outros fatores como poupança, endividamento e disponibilidade de crédito. Estes fatores todos levam a análise da renda discricionária, ou seja, a renda pessoal disponível, a qual Mankiw (2010, p.471) entende como “renda que resta às famílias e empresas que não sociedade por ações depois de satisfeitas suas obrigações perante o governo”, deduzida dos gastos básicos de sobrevivência, como alimentação.

3.1.3 Ambiente sociocultural

O ambiente sociocultural pode ser dividido sobre como as pessoas encaram a realidade em relação a si mesma, aos outros, às organizações, à sociedade como um todo, à natureza e ao universo de crenças. É importante ter em mente que muitas das mudanças culturais advêm dos jovens, de modo que o comportamento da sociedade é reflexo de como este grupo “que ditam tendências de moda, música, entretenimento, ideias e atitudes”.

3.1.4 Ambiente natural

O ambiente natural vem ganhando destaque no planejamento estratégico das companhias em função de todas as discussões a cerca do tema que vêm acontecendo. Para Kotler (2012, p.82), o uso de recursos finitos e não renováveis, é um questão importante, principalmente no que diz respeito à elevação sistemática do preço destas matérias até que sejam encontradas alternativas viáveis às mesmas. Outro aspecto importante é que existem processos industriais que causam poluição, porém são essenciais, mas existem poucas e caras tecnologias capazes de reduzir os danos ambientais naturais destas indústrias.

3.1.5 Ambiente tecnológico

O ambiente tecnológico, para Kotler (2012, p.83), também é aspecto importante da análise do macroambiente, uma vez que é por meio da tecnologia que ganhos de eficiência podem ser criados, bem como canais de comunicação, inovações e etc. O autor destaca a popularização da internet como um efeito permanente no comportamento do consumidor atual, bem como a destinação dos recursos de pesquisa para melhoria ao invés de inovação, criando diversas pequenas evoluções ao invés de grandes mudanças como foi visto em períodos anteriores.

3.1.6 Ambiente político-legal

Já o ambiente político-legal é aquele que envolve principalmente o impacto do Governo na sociedade e na economia de uma nação. As leis e regulamentos podem alterar o ambiente de negócios, criando oportunidades ou até acabando com diversas empresas. Para Kotler (2012, p.86), “a legislação que regulariza os negócios tem três propósitos centrais: “proteger as empresas da concorrência desleal, proteger os consumidores de práticas de negócios desleais e cobrar das empresas os custos sociais gerados por seus produtos ou processos de produção”.

Mankiw (2010, 187) também analisa esta questão por meio do conceito de externalidade e coloca o Governo como uma terceira parte capaz de consertar as ineficiências criadas por externalidades positivas, como maior tecnologia, ou negativa, como maior

poluição, forçando um novo equilíbrio de quantidade e preço, seja por meio de políticas como impostos ou concessões de licenças ambientais.

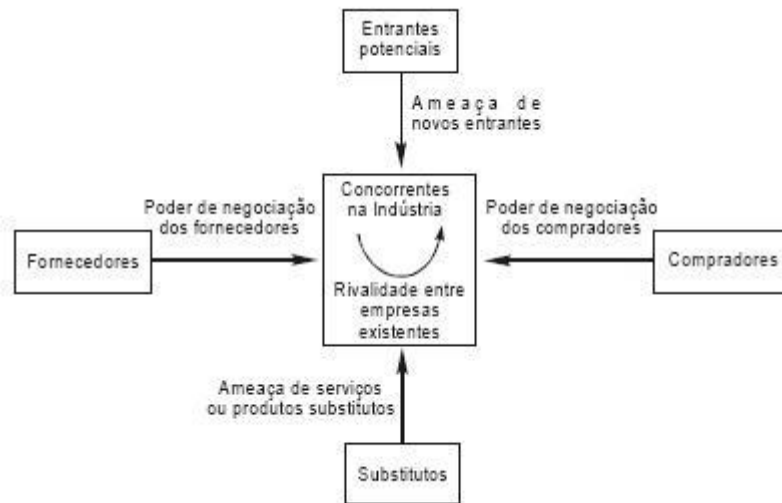
3.2. ESTRUTURA COMPETITIVA

Para Porter (1947, p.3), a análise competitiva é a conexão entre o ambiente e a empresa e como um consegue interagir com o outro. Para que seja feita esta análise, o autor lança mão de uma estrutura de determinantes da intensidade da concorrência, uma vez que indústria cuja competição é mais intensa tende a levar os retornos sobre o capital investido ao declínio; não obstante, o efeito contrário também é válido para quando competidores não conseguem mais manter suas posições e precisam sair do mercado, seja por meio do processo falimentar, ou por incorporação por outra empresa.

O modelo proposto pelo autor identifica cinco atores principais em uma indústria: concorrentes na indústria, compradores, fornecedores, entrantes potenciais e substitutos. Esta identificação é importante para definição se o ambiente analisado possui concentração ou fragmentação em todos os níveis, o que influi na capacidade de negociação dos mesmos. Um exemplo claro é a identificação de que a maior parte da receita depende de um único cliente maior que a companhia fornecedora, de modo que o cliente possui um grande poder de negociação, ainda mais se estivermos falando de um mercado extremamente competitivo em que o preço de troca é baixo. É importante também destacar que cada um dos componentes é relativo à posição da empresa, ou seja, são os competidores, clientes, fornecedores da empresa que está sendo estudada, o que torna possível a fixação dos atores da cadeia.

Da relação da companhia com cada um destes atores, Porter identificou cinco forças: poder de negociação dos compradores, poder de negociação dos fornecedores, ameaça de novos entrantes, ameaça de produtos ou serviços substitutos e rivalidade entre concorrentes estabelecidos. Para cada uma destas forças, foi proposta uma maneira de reagir às mesmas, de modo que não se tornem ameaças à companhia.

Ilustração 1 - Cinco Forças de Porter



Fonte: Porter (1947, p. 4)

3.2.1 Ameaça de novos entrantes

A ameaça de entrada é a possibilidade de haver um novo entrante no mercado, o que faz do mercado ainda mais partilhado e coloca em risco a rentabilidade da indústria como um todo. Para reagir a esta ameaça, Porter propõem seis principais barreiras de entrada, ou seja impossibilitar a entrada deste novo concorrente: economia de escala, diferenciação de produto, necessidade de capital, custo de mudança, acesso aos canais de distribuição e desvantagens de custo independente de escala.

Quando o autor cita economia de escala, está baseada no princípio microeconômico de custo marginal decrescente, a medida que os custos fixos do item produzido são diluídos conforme se aumenta a quantidade deste.

A diferenciação, por outro lado, “significa que as empresas estabelecidas têm sua marca identificada e desenvolvem um sentimento de lealdade em seus clientes”, tornando elevado o custo de mudança para o consumidor que cria uma relação de confiança com a qualidade e disponibilidade daqueles produtos em específico.

A necessidade de capital é uma força importante, sobretudo para indústrias de base, onde o elevado capital inicial afugenta muitos potenciais novos entrantes que não gostariam de desembolsar para construção de parques fabris, marcas e cadeias de distribuição.

Os custos de mudança dizem respeito às perdas de troca de fornecedor, seja por necessitar uma maior capacitação do funcionário, ou pela indisponibilidade operacional durante o processo de troca.

O acesso aos canais de distribuição pode impedir também que outros entrantes entrem, pois mercados em que a distribuição é indireta demanda um relacionamento entre partes para que o produto chegue ao consumidor final que demora muito tempo para que uma relação de confiança e entrega seja estabelecida.

Por último, “as empresas estabelecidas podem ter vantagens de custos impossíveis de serem igualadas por entrantes potenciais”, seja pela indisponibilidade de tecnologia, matéria-prima, localização, subsídios ou até mesmo por uma curva de experiência.

Em níveis baixos de produção, a empresa se beneficia de um tamanho maior, porque pode tirar vantagem de uma especialização maior. Os problemas de coordenação, nessa fase, ainda não acentuados. No entanto, em níveis de produção elevados, os benefícios da especialização já foram obtidos, e os problemas de coordenação se tornam mais graves à medida que a empresa cresce. Assim, o custo total médio de longo prazo diminui em baixos níveis de produção por causa da especialização crescente e sobe em altos níveis de produção por causa do aumento nos problemas de coordenação. (MANKIW, Gregory N., 2013, p. 257)

3.2.2 Rivalidade entre concorrentes estabelecidos

A intensidade da rivalidade entre os concorrentes existentes pode ser entendida pelo autor como “o uso de táticas como concorrência de preços, batalhas de publicidade, introdução de produtos e aumento dos serviços ou garantias ao cliente” para disputa de posição da indústria.

Para o autor, a concorrência é uma função da fragmentação do mercado, dos custos fixos, da capacidade instalada, da divergência estratégica, dos interesses estratégicos, e das barreiras de saída. A fragmentação do mercado, pois uma indústria com menos competidores é mais facilmente monitorada e as empresas são capazes de saber o que seus pares estão fazendo; do crescimento da indústria, pois é possível crescer, mesmo perdendo participação, quando uma indústria inteira está crescendo em vendas; os custos fixos, que demandam estruturas robustas e pressionam os empresários à utilização plena da capacidade e consequente queda dos preços; dos custos de mudança, uma vez que o consumidor pode trocar facilmente de fornecedor quando a compra não possui envolvimento do mesmo; a capacidade instalada também afeta a indústria, pois grandes aumentos individuais de capacidade podem propiciar ganhos de escala, assim como podem dar início a um processo de

escalada de capacidade; a divergência estratégica é importante, pois quando concorrentes diferentes possuem formas de gerir diferentes, há impacto em fatores como a taxa mínima de atratividade de uma indústria, fazendo com que um par consiga operar em uma faixa de preços que outro não aguentaria; os interesses estratégicos afetam a definição metas como a de dominação de mercado para fins não só de rentabilidade, mas de criação de marca, por exemplo; as barreiras de saída são relevantes, uma vez que pode ser melhor ficar em um mercado, mesmo estando próximo do ponto de fechamento, pois o fechamento em si sairia ainda mais caro do que a posição competitiva atual.

3.2.3 Ameaça de produtos ou serviços substitutos

“Quando a oferta do preço de um bem reduz a demanda por outro bem, os dois são chamados de substitutos. Os substitutos são frequentemente pares de bens que podem ser usados um no lugar do outro” (MANKIWI, 2013, p.68). Porter (1987, p.24) acaba se valendo deste conceito para explicar que quando a relação preço-desempenho tende ao produto substituto. Uma forma de combater este substituto, o qual faz às vezes de novo entrante, é, por exemplo, uma ação conjunta da indústria, dado que o substituto não é uma ameaça apenas para a companhia analisada, mas para todos os seus pares em diferentes níveis. O produto substituto, contudo, pode não ser direto, mas proporcionar os mesmos benefícios e valores centrais do nível de produtos, como bem definido por Kotler (2012, p.247).

3.2.4 Poder de negociação de compradores

Para Porter (1947, p.26), “os compradores competem com a indústria forçando os preços para baixo, barganhando por melhor qualidade ou mais serviços e jogando os concorrentes uns contra os outros – tudo à custa da rentabilidade da indústria”. Para o autor, é possível que um comprador seja poderoso sendo ele monopolista ou não, desde que as seguintes condições sejam satisfeitas: o comprador adquire grandes volumes em relação ao que é produzido pelo vendedor, o produto adquirido é representativo em termos de custos do comprador, o item comprado não é diferenciado, os custos de mudança são baixos, as margens do comprador são estreitas, existe o risco de integração para trás, o produto adquirido não compromete a qualidade do produto final do comprador e quando o comprador tem a total posse de informações.

3.2.5 Poder de negociação de fornecedores

Por outro lado, os fornecedores também possuem poder na cadeia de valor e podem pressionar preços mais elevados aos seus clientes. O mesmo autor afirma que um grupo de fornecedores é proeminente quando um pequeno número de empresas controla o suprimento, quando não há produtos substitutos, quando o cliente não é representativo no faturamento do fornecedor, quando o produto fornecido é importante na cadeia de valor do cliente, quando o custo de mudança é elevado e quando os fornecedores ameaçam integrar para frente.

3.2.6 O Governo enquanto sexta força

Porter (1947, p.30) ainda analisa o Governo como uma possível sexta força que afeta a todos os atores do ambiente competitivo quando adota políticas intervencionistas no mercado. Dado o caráter deste trabalho, faz-se a necessidade de destacar da sensibilidade da rentabilidade do setor em frente às medidas governamentais como regulações, subsídios, reservas de mercado, administração de preços e etc.

3.4 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

Para fins de análise dos demonstrativos contábeis e financeiros e para o uso posterior na precificação de empresas, três são as demonstrações principais: o balanço patrimonial, o demonstrativo de resultados do exercício e o demonstrativo de fluxo de caixa. O primeiro, segundo Matarazzo (2007, p.41), “é a demonstração que apresenta todos os bens e direitos da empresa – Ativo -, assim como as obrigações – Passivo Exigível – em determinada data”. O demonstrativo de resultado do exercício é, segundo o mesmo autor, “uma demonstração dos aumentos e reduções causados no Patrimônio Líquido pelas operações da empresa”. Por último, o fluxo de caixa, segundo Póvoa (2012, p.37) é uma demonstração de “como o balanço de caixa de uma companhia altera-se dinamicamente ao longo do período”.

3.4.1 Análise horizontal, vertical e de indicadores

A análise dos demonstrativos passa por três métodos: análise horizontal, análise vertical e uso de indicadores. A análise horizontal, segundo Matarazzo (2007, p.245), “baseia-se na evolução de cada conta de uma série de demonstrações financeiras em relação à demonstração anterior e/ou em relação a uma demonstração financeira básica”, isto é, observar a evolução de cada conta de forma a se aprofundar no detalhe da modificação das contas. Já a análise vertical, segundo Póvoa (2012, p.65), “nos ajuda a compreender o padrão proporcional do comportamento de cada rubrica”, ou seja, é uma forma de medir a proporção de cada item em relação a um referencial. A análise vertical nos possibilita criar a demonstração de mesmo tamanho, comparando as proporções das rubricas entre empresas de diferentes tamanhos, localizações e setores.

Segundo Matarazzo (2007, p.147), os indicadores são utilizados para “evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira da empresa”. O autor ainda complementa afirmando que “a análise através de Índices Financeiros é genérica; relaciona grandes itens das demonstrações financeiras e permite dar uma avaliação à empresa”. Os indicadores, segundo Póvoa (2012, p.30) são divididos em grupos para analisar cada aspecto da organização. São eles: indicadores de liquidez, atividade, margens financeiras, retorno, endividamento, alavancagem e imobilização do patrimônio líquido.

3.4.2 Indicadores de liquidez

Segundo Póvoa (2012, p.40), os indicadores de liquidez são aqueles utilizados para analisar a liquidez de uma empresa. São eles: índice de liquidez imediata, de liquidez corrente, de liquidez seca e de liquidez geral. O Índice de Liquidez Imediata é utilizado para saber se “a empresa tem dinheiro para liquidar, no ato, qualquer dívida de curto prazo” e pode ser obtido pelo quociente entre caixa e passivo circulante trazido a valor presente.

$$\text{Índice de Liquidez Imediata} = \frac{\text{Caixa}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Já Índice de Liquidez Corrente “procura indicar a capacidade de uma empresa de honrar seus compromissos de curto prazo” (PÓVOA, 2012, p.41) e pode ser observado pelo quociente entre ativo circulante e passivo circulante.

$$\text{Índice de Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Contudo, é preciso ter em mente que todos os ativos e passivos computados como circulante possuem liquidação em doze meses, o que não indica se eles possuem 30 dias para liquidação ou onze meses, principalmente quando se está falando em termos de estoques, os quais podem não ser tão facilmente vendíveis. Assim, surge o Índice de Liquidez Seca que coloca em evidência os estoques ao descontar o ativo circulante deste valor e dividir este saldo de direitos de curto prazo pelo passivo de curto prazo, sendo, pois, um índice mais rigoroso.

$$\text{Índice de Liquidez Seca} = \frac{(\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques})}{\text{Passivo Circulante}}$$

Por último, o Índice de Liquidez Geral pode ser obtido pelo quociente entre ativos circulantes, somados do ativo realizável no longo prazo e a soma dos passivos circulantes e passivos exigíveis de longo prazo, e “aponta, de forma generalizada, o equilíbrio entre os potenciais recebimentos e desembolsos da empresa ao longo do tempo”.

$$\text{Índice de Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Total} + \text{Ativo Realizável de Longo Prazo}}{(\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante})}$$

3.4.2 Indicadores de atividade e prazos

Os indicadores de atividade, ou indicadores de giro, “demonstram em que medida a empresa está conseguindo transformar seus ativos e/ou patrimônio em receitas” (PÓVOA, 2012, p.45). Os indicadores utilizados são: Giro do Ativo, Prazo Médio de Recebimento, Prazo Médio de Pagamento, Prazo Médio de Estoques e Ciclo de Caixa. O Giro do Ativo pode ser obtido pelo quociente entre as receitas operacionais e o ativo médio total, indicando a capacidade de realizar vendas com a base de ativos que a empresa possui.

$$\text{Giro do Ativo} = \frac{\text{Receitas Operacionais}}{\text{Ativo Médio Total}}$$

Já os indicadores de prazos objetivam a análise do ciclo de caixa. O primeiro deles é o prazo médio de recebimento obtido pelo quociente de 365 dias pelo giro de contas a receber, ou seja, a divisão entre as receitas operacionais e contas a receber médias, de modo que é possível ter qual é o tempo médio em que o cliente paga a empresa, dado que as vendas não são todas feitas à vista e que “quanto mais curto for o crédito concedido, menores são as chances de grandes mudanças de cenário setorial ou macroeconômico para as devedoras, reduzindo as probabilidades de ‘calotes’” (PÓVOA., 2012, p. 46)

$$\text{Prazo Médio de Recebimento} = \frac{365}{\text{Giro de Contas a Receber}}$$

$$\text{Giro de Contas a Receber} = \frac{\text{Receitas Operacionais}}{\text{Contas a Receber Médias}}$$

O Prazo Médio de Pagamento, obtido do quociente de 365 dias pelo giro de contas a pagar, resultado das compras médias e média da conta fornecedores, demonstra o poder de barganha da companhia em relação a seus fornecedores, de modo que “quanto mais pudermos ganhar tempo dos fornecedores para pagar as compras, menor será a pressão de caixa no curto prazo, o que resultará em sobra de recursos para outros investimentos” (PÓVOA., 2012, p. 46).

$$\text{Prazo Médio de Pagamento} = \frac{365}{\text{Giro de Contas a Pagar}}$$

$$\text{Giro de Contas a Pagar} = \frac{\text{Compras}}{\text{Contas a Pagar Médias}}$$

É importante ter em mente que existe uma relação muito íntima entre o Prazo de Recebimento e Pagamento.

Uma ‘regra de bolso’ tradicional menciona que a diferença entre o prazo médio de pagamento e de recebimento, em tempos normais, não deve ultrapassar 10 dias, para que não comece a criar problemas na administração do capital de giro. Porém, nunca é demais enfatizar que os diferentes segmentos apresentam características particulares nesse aspecto. (PÓVOA, 2012, p. 47)

O Prazo Médio de Estoques é medido pelo quociente entre os 365 dias do exercício e o giro de estoques, consequente da divisão do Custo de Mercadoria Vendida e Estoque Médio, objetiva “buscar o ponto de equilíbrio do nível de estoques (o mais baixo possível) e que não comprometa a atividade operacional da empresa” (PÓVOA, 2012, p.48). Com estes três prazos, é possível realizar a análise de Ciclo de Caixa, obtida pela diferença entre a soma do Prazo Médio de Estoques e de Recebimento e o Prazo Médio de Pagamento. “Este é o período necessário para completar um ciclo de produção. Quanto menos tempo o caixa fica circulando nesse processo, mais recursos estarão disponíveis para outras atividades da empresa” (PÓVOA, 2012, p.48).

$$\text{Prazo Médio de Estoques} = \frac{365}{\text{Giro de Estoques}}$$

$$\text{Giro de Estoques} = \frac{\text{Custo da Mercadoria Vendida}}{\text{Estoque Médio}}$$

Somam-se a estes indicadores, a análise do Ciclo Operacional e do Ciclo Financeiro, sendo o primeiro definido pela soma dos dias de Prazo Médio de Recebimento e Prazo Médio de Estoques, completando o tempo necessário para embolso da geração de caixa operacional, enquanto o Ciclo Financeiro desconta o Prazo Médio de Pagamento deste tempo, de modo a inserir o prazo de saídas de caixa na conta.

3.4.3 Indicadores de margens financeiras

Os indicadores de margens financeiras são utilizados para indicar a proporção entre os resultados e as vendas líquidas da empresa. São três os principais indicadores: margem bruta, operacional e líquida. A margem bruta, obtida pela razão do resultado bruto e receita líquida, mostra o quanto a empresa consegue gerar de resultado direto de suas operações em relação àquilo que é vendido, ou seja, é um indicador de eficiência da companhia. A margem operacional, que é formada pela razão do resultado operacional e receita líquida, “Exprime o ganho da empresa relativamente ao faturamento líquido, antes do pagamento de juros” (PÓVOA, 2012, p.49). Por último, existe a margem líquida que indica “o percentual final de tudo que foi vendido e que sobra para empresa decidir entre reinvestimento e distribuição de dividendo”, (PÓVOA, 2012, p.49) após o pagamento dos juros e impostos.

$$\text{Margem Bruta} = \frac{\text{Resultado Bruto}}{\text{Receita Líquida}}$$

$$\text{Margem Operacional} = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Receita Líquida}}$$

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Receita Líquida}}$$

3.4.4 Indicadores de retorno

Os indicadores de retorno medem a relação entre a geração de lucros e ativo ou patrimônio da empresa. “É importante observar, no Demonstrativo de Resultados, que o lucro bruto e o lucro operacional não ‘pertencem’ apenas aos acionistas da empresa” (PÓVOA, 2012, p.53), pois “nesse nível, como nenhuma distribuição, em forma de dividendos ou juros ocorreu, os credores, do ponto de vista de Finanças, também são ‘donos’ do lucro operacional e bruto” (PÓVOA, 2012, p.53). Contudo, isto é diferente para o lucro líquido, uma vez que o pagamento de juros e impostos já foi realizado e este resultado pode ser então distribuído, em parte ou na totalidade, aos acionistas. Deste conceito derivam dois indicadores: o Retorno sobre os Ativos (ROA) e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).

O ROA diz respeito ao quociente entre o resultado operacional descontado de impostos e o ativo médio, mensurando “a rentabilidade dos recursos aplicados pelos acionistas e credores da empresa” (PÓVOA, 2012, p.54), sendo uma aproximação do Retorno sobre o Capital Investido, o qual é o resultado do quociente do mesmo resultado operacional descontado de impostos e a soma dos recursos provenientes do patrimônio, dívida e capital de giro, podendo ser comparado com o custo médio ponderado de capital para entender se há criação de valor ou não por parte da companhia.

$$\text{Retorno sobre Ativos} = \frac{(\text{Resultado Operacional}) * (1 - T)}{\text{Ativo Médio}}$$

Já o ROE é o indicador que “mede a rentabilidade dos recursos aplicados pelos acionistas da companhia. O indicador deve ser comparado sempre ao chamado custo de

capital próprio” (PÓVOA, 2012, p.55). Isto é, o quociente entre o resultado líquido e o patrimônio líquido médio.

$$\text{Retorno sobre o Patrimônio Líquido} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}}$$

3.4.5 Indicadores de endividamento

Segundo Póvoa (2012, p.58), os Indicadores de Endividamento são cinco: Endividamento Financeiro, Participação do Capital Próprio, Percentual de Endividamento de Curto Prazo, Percentual de Endividamento de Longo Prazo e Índice de Cobertura de Juros. O primeiro deles é o quociente do valor das dívidas e a soma das dívidas e patrimônio líquido, ou seja, a participação das dívidas no capital total.

$$\text{Endividamento Financeiro} = \frac{\text{Endividamento Total}}{(\text{Endividamento Total} + \text{Patrimônio Líquido})}$$

Deste indicador, deriva-se a Participação do Capital Próprio que é resultado da outra parte do capital total que não é dívida, ou seja, a proporção de capital próprio no total de capital entre recursos próprios e de terceiros.

$$\text{Participação do Capital Próprio} = 1 - \text{Endividamento Financeiro}$$

Os dois indicadores subsequentes dizem respeito ao perfil da dívida em termos de vencimento, podendo ser no curto prazo ou no longo prazo, de modo que são resultados dos quocientes entre o valor de cada perfil da dívida e o valor total da dívida. Quanto maior o prazo, menor a pressão imediata sobre o caixa. Importante destacar que o Percentual de Endividamento de Longo Prazo pode também ser obtido pela diferença de 100% excetuando o Percentual de Endividamento de Curto Prazo.

$$\text{Percentual de Endividamento de Curto Prazo} = \frac{\text{Endividamento de Curto Prazo}}{\text{Endividamento Total}}$$

$$\text{Percentual de Endividamento de Longo Prazo} = \frac{\text{Endividamento de Longo Prazo}}{\text{Endividamento Total}}$$

Por último, o índice de Cobertura de Juros “mede, em determinado ano, quanto do lucro operacional consegue cobrir o resultado financeiro da empresa” (PÓVOA, 2012, p.58).

$$\text{Cobertura de Juros} = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Resultado Financeiro}}$$

3.4.6 Indicadores de alavancagem

Para Póvoa (2012, p.59), os indicadores de alavancagem são limitados a dois apenas: o Multiplicador de Capital Próprio (MCP) e o de Capital de Terceiros (MCT). Estes indicadores “demonstram como o controlador da empresa está mantendo a relação entre capital próprio e de terceiros e como está conseguindo transformar estes recursos em ativos” (PÓVOA, 2012 p.60). O cálculo de ambos é semelhante, utilizando a razão entre o total de ativos e o capital próprio ou de terceiros, onde capital próprio é definido pelo patrimônio líquido e, o de terceiros, como o passivo total descontado do patrimônio líquido.

$$\text{Multiplicador de Capital Próprio} = \frac{\text{Ativo Total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

$$\text{Multiplicador de Capital de Terceiros} = \frac{\text{Ativo Total}}{(\text{Passivo Total} - \text{Patrimônio Líquido})}$$

Por último, o Indicador de Imobilização do Patrimônio Líquido, segundo Póvoa (2012, p.59), “mede o quanto do capital próprio está comprometido em ativos fixos”. Sua importância se dá no que pesa da necessidade de financiamento para fazer frente à necessidade de capital de giro.

$$\text{Imobilização do Patrimônio Líquido} = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Ativos Fixos}}$$

3.5. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Para fins de avaliação e precificação de empresas, dois são os métodos mais utilizados: múltiplos comparáveis e fluxo de caixa descontado. Segundo Martelanc, Pasin e Pereira (2009, p.183), a avaliação por múltiplos comparáveis “baseia-se na ideia de que ativos semelhantes devem ter preços semelhantes”. De modo que, para estes autores, é possível estabelecer valores equivalentes de bens negociados tanto em transações passadas, quanto em negociações na bolsa de valores, sendo estes valores diferentes daqueles negociados em transações de aquisição de controle, pois há um prêmio de controle a ser pago pelo adquirente. O segundo método, conhecido como fluxo de caixa descontado (DCF), também conhecido como cálculo do valor intrínseco, segundo Rosembaum e Perl (2013, p.125), parte da premissa de que o valor de uma empresa pode ser obtido a partir do valor presente dos seus fluxos de caixa futuros, tanto aqueles de estimação possível no prazo de cinco ou dez anos a partir da data de análise, quanto na perpetuidade, considerando que as empresas são criadas para serem perenes e seguem o crescimento médio da economia, de modo a não se tornarem nem maiores que a economia, nem definharem.

3.5.1 Avaliação por múltiplos comparáveis

Antes de realizar a análise dos múltiplos comparáveis de uma empresa, é preciso primeiro entender que esta análise parte do pressuposto que existem empresas semelhantes a serem comparadas. Para isso, Rosembaum e Pearl (2013, p. 18), indicam uma metodologia de comparação dos seguintes quesitos: análise do negócio e do perfil financeiro. A análise do negócio, segundo os autores, envolve a seleção de empresas do mesmo setor; ou com produtos e serviços semelhantes; ou que atendam o mesmo consumidor, seja ele intermediário ou final; ou que utilizem os mesmos canais de distribuição ou apenas estejam na mesma geografia. Já análise pelo perfil financeiro baseia-se na ideia de que uma empresa é semelhante a outra quando a compreensão baseada na análise de balanços por meio de indicadores das diferentes empresas sejam semelhantes.

Para Martelanc, Pasin e Pereira (2009, p.186), existem três principais múltiplos de mercado que estabelecem quocientes entre as seguintes contas: valor de mercado e lucro, valor de mercado e valor patrimonial e valor da firma e resultado operacional acrescido de

depreciação e amortização em função destas duas contas não terem efeito caixa. É importante aqui resgatar que, conforme é visto na análise de balanços, o resultado de uma companhia pode, em diferentes níveis, ser devido aos diferentes atores, como o resultado operacional pode ser devido aos credores, ao governo e aos acionistas, bem como o lucro é devido apenas aos acionistas.

Assim, a utilização correta entre as relações de valor de mercado ou valor da firma se distinguem, na medida em que o segundo é obtido a partir do valor de mercado acrescido da dívida da empresa e deve ser comparado com resultados devidos aos dois atores. Para estes mesmos autores, mais do que utilizar apenas os lucros ou resultados operacionais do ano corrente, é mais seguro utilizar estes mesmos itens projetados dada a média das expectativas do mercado, pois há menor variação nestes múltiplos do que aqueles negociados a valor de mercado, dada a natureza efêmera destes e sua elevada variabilidade.

$$\text{Múltiplo de Lucro} = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Resultado Líquido}}$$

$$\text{Múltiplo de Valor Patrimonial} = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

$$\text{Múltiplo de EBITDA} = \frac{(\text{Valor de Mercado} + \text{Endividamento})}{\text{EBITDA}}$$

$$\text{EBITDA} = \text{Resultado Operacional} + \text{Depreciação e Amortização}$$

Os múltiplos podem ser utilizados de forma a comparar o valor das companhias de um mesmo setor, tanto dentre aquelas que são listadas no mesmo país, quanto em outras localidades. A ideia por trás da utilização é simples: busca-se entender qual é o múltiplo ou intervalo de múltiplos de lucro, valor patrimonial ou EBITDA pelo quais as empresas são avaliadas. Assim como pode se avaliar o valor de um imóvel pela sua área e valor por metro quadrado, os múltiplos paralelamente buscam captar qual é seria o valor proporcional dentre as empresas do setor, obviamente considerando todas as diferenças e projeções acerca dos negócios.

3.5.2 Avaliação por fluxo de caixa descontado

O segundo modelo de avaliação de empresas é pela análise do fluxo de caixa livre (FCF) descontado pelo custo médio de capital (WACC) de uma empresa. Segundo Martelanc, Pasin e Pereira (2009, p.183), “o método do fluxo de caixa descontado está fundamentado na ideia de que o valor de uma empresa está diretamente relacionado aos montantes e às épocas em que os fluxos de caixa operacionais estarão disponíveis para distribuição”. A avaliação por este método depende sumariamente de dois fatores preponderantes: a projeção dos fluxos de caixa e a taxa de desconto. O fluxo de caixa, por sua vez, pode ser subdividido em outras duas partes: o fluxo de caixa imediatamente posterior aquele do período em que está sendo feita a análise e o valor residual na perpetuidade da empresa, em função do seu caráter de perenidade.

$$\text{Valor da Empresa} = \sum \frac{\text{FCF}_n}{(1 + \text{WACC})^n} + \frac{\text{NOPAT}_{(n+1)}}{(1 + \text{WACC})^n \cdot (\text{WACC} - \text{Crescimento})}$$

Segundo Rosebaum e Pearl (2014, p.173). O fluxo de caixa livre da firma (FCF) projetado é obtido a partir do resultado operacional após impostos (NOPAT), somado a depreciação e amortização (D&A), em função de seu caráter não caixa e subtraído de dispêndios com aumento do capital de giro e investimentos (CapEx). O fluxo de caixa daí resultante é devido tanto a credores, quanto a acionistas e deve ser trazido a valor presente pelo custo médio ponderado de capital.

$$\text{FCFF} = \text{Nopat} + \text{D\&A} + \text{Variação de Capital de Giro} + \text{CapEx}$$

$$\text{Nopat} = \text{Resultado Operacional} \times (1 - \text{Alíquota de Imposto Marginal})$$

$$\text{Capital de Giro} = \text{Ativo Circulante} - \text{Passivo Circulante}$$

3.5.3 Bases de projeção

A avaliação de receitas é o primeiro ponto de atenção do avaliador segundo Martelanc, Pasin e Pereira (2009, p.183). Ela deve obedecer ou ao crescimento histórico da empresa, tendo em vista a diferença entre crescimento nominal e real no que tange a inserção ou não da mudança de preços via processo inflacionário, ou deve ser observada de acordo com as

estimativas de especialistas do setor, seja a própria administração da companhia analisada ou uma análise independente. O segundo ponto, segundo os mesmos autores, se dá na análise dos custos e despesas, ao que os autores propõem que “diversas premissas podem nortear a projeção de custos e despesas, tais como preço das matérias-primas, quantidades produzidas, eficiência da produção, maquinários utilizados, custo de mão de obra, energia, serviços prestados e etc”.

Quanto aos impostos, investimentos e capital de giro, os autores Rosebaum e Pearl (2014, p.161) propõem que a alíquota de impostos sobre o resultado deve ser mantida constante, as quais, no Brasil são de 34% do resultado.

Já os investimentos podem ser projetados de acordo com o orçamento de capital disponível nos relatórios anuais das empresas, bem como um percentual das vendas, do imobilizado ou da depreciação utilizando uma análise vertical dos níveis de capital necessários para suportar o crescimento da empresa. Segundo os mesmos autores, as premissas que norteiam o valor de depreciação e da amortização advêm diretamente da base instalada de ativos fixos e novos investimentos e da expectativa de tempo de vida destes ativos, tendo estes de serem depreciados ao longo do tempo por um percentual tal qual seja uma média ponderada da depreciação anual de cada tipo de ativo da empresa. Contudo, há de se observar que no último ano de projeção anterior a perpetuidade, é imprescindível que os valores de investimentos e depreciação estejam equalizados, pois, na perpetuidade, não é possível que uma companhia invista mais que a reposição de seus ativos, bem como não pode investir menos que este valor, pois os ativos tenderiam à exaustão.

Por último, os autores ainda trabalham com as projeções de estimativa das mudanças do capital de giro com base na apuração deste valor como percentual das vendas, ou estimando cada uma das principais linhas de capital de giro com base no ciclo de caixa descrito na análise de balanços. Assim, é possível de acordo com as estratégias da empresa e análise do ambiente que o analista estime ganhos ou perdas de eficiência no tempo de conversão de caixa e, por conseguinte, maior ou menor utilização da capital de giro.

3.5.4 Avaliação do valor da perpetuidade

Para determinação da perpetuidade é imprescindível primeiramente decidir se haverá o cálculo do valor presente da perpetuidade após o período de projeção em um, dois ou mais estágios. Quando pensamos em perpetuidade de um estágio, Póvoa (2012, p.115) define que o

valor presente se dá pela multiplicação do fluxo de caixa livre do último ano de projeção multiplicado por um mais a taxa de crescimento prevista, a qual não pode ser maior que a taxa de crescimento potencial da economia, dividido pela taxa de desconto subtraída do crescimento mesmo crescimento previsto. Contudo, há de se perceber que na perpetuidade os gastos com investimentos e depreciação devem se igualar na maturidade da empresa, de modo que esta não cresça indefinidamente sua base de ativos, nem o exauste.

A perpetuidade de dois estágios utiliza a mesma metodologia, colocando um expoente no crescimento mais um do numerador e o multiplica por um mais o crescimento da segunda fase e ajusta também o denominador com a multiplicação de um mais a taxa de desconto no expoente de anos de crescimento da primeira fase. Contudo, esta etapa pode ser mitigada pela extensão da projeção do fluxo de caixa sem mais uma etapa de perpetuidade.

$$\text{Perpetuidade} = \frac{FCF_{n+5} \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

3.5.5 Construção da taxa de desconto

Por último cabe à definição exata da taxa de desconto que trará o valor dos fluxos futuro aos valores atuais, bem como a perpetuidade projetada. Quando calculamos o fluxo de caixa da firma, a taxa costumeiramente utilizada é o custo médio ponderado de capitais (WACC). Para os autores Rosembaum e Pearl (2014, p.141), o WACC é calculado pela soma ponderada do custo de dívida (Kd) a após aplicação da alíquota marginal de imposto (T) e do custo de capital próprio, dada a estrutura de capital da empresa. Os pesos são dados pelos indicadores de Dívida líquida sobre a Capitalização Total (Wd) e Valor de Mercado sobre a Capitalização Total (We)

$$WACC = Ke \times We + Kd \times Wd \times (1 - T)$$

A determinação da estrutura de capital, segundo os autores, é indicada pela companhia ou obtida no comentário de desempenho dos administradores da companhia ou utilizada a partir de uma análise de pares comparáveis como forma de benchmark. O custo de capital de terceiros é o custo médio ponderado das dívidas atuais e das possíveis dívidas contraídas no

futuro de acordo com o montante necessário e com o ambiente macroeconômico identificado. Já o custo de capital próprio é dado pela utilização do método CAPM, que diz que o custo de capital de uma empresa se dá em parte pelo risco da economia e pelo risco da empresa da empresa.

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

O primeiro risco é considerado aquele não diversificável, sendo representado pela taxa livre de risco (R_f). A segunda parte do risco é dada pelo excesso de retorno do mercado (R_m) de renda variável sobre o ativo livre de risco (R_f) ajustado pelo risco da empresa, o beta (β). Este pode ser entendido como a covariância entre os ativos de emissão da companhia e um índice representativo da economia, denotando o risco específico desta em relação ao todo.

Segundo Martelanc, Pasin e Pereira (2009, p.142), o beta, ou risco específico da empresa em relação ao mercado é definido pela covariância da empresa (R_i) em relação ao mercado (R_m) sobre a variância do mercado, isto é:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\sigma^2(R_m)}$$

Não obstante, o beta utilizado não é aquele apenas o da empresa analisada, em função de fatores exógenos às operações das empresas. Assim, de acordo com Damodaran (2007, p.34), é necessário utilizar um beta normalizado do setor por meio de uma análise de companhias comparáveis ajustando o beta alavancado (β_l) de cada uma das empresas pela sua estrutura de capital e pegando este beta desalavancado (β_u) médio ou mediano e realavancando-o na estrutura de capital da empresa por meio do quociente entre endividamento e valor de mercado sem perder de vista o benefício fiscal da dívida.

$$\beta_l = \beta_u \times \frac{\text{Dívida Líquida}}{\text{Valor de Mercado}} \times (1 - T)$$

O custo da dívida da empresa se dá pela média ponderada dos custos de suas dívidas. Como pelo IFRS a empresa pode agrupar seus endividamentos em diferentes segmentos por natureza do endividamento, é fornecida uma banda de custos de dívidas, podendo o analista escolher uma estimativa mais conservadora ou mais otimista. O custo bruto da dívida deve ser

ainda decrescido pela alíquota marginal de imposto de renda, uma vez que o endividamento proporciona um incentivo fiscal à companhia, reduzindo a base de pagamento de impostos pela redução do resultado antes de imposto de renda, mesmo que a empresa continue gerando caixa.

4. OBJETIVOS

4.1. OBJETIVO GERAL

Apresentar um estudo de caso do processo de precificação de uma empresa de capital aberto com base em um modelo de fluxo de caixa descontado e um de múltiplos comparáveis, embasando as premissas utilizadas em uma análise do macroambiente e da estrutura competitiva em que a empresa está inserida.

4.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- a) Obter, estruturar e analisar os dados do macroambiente;
- b) Obter, estruturar e analisar os dados da estrutura competitiva;
- c) Compilar e analisar informações financeiras e operacionais para análise dos demonstrativos financeiros;
- d) Estruturar as informações e inferir as premissas utilizadas nos modelos de precificação;
- e) Aplicação e análise dos modelos utilizados;
- f) Comparação entre o valor de mercado e o valor obtido por meio dos modelos e identificar possível oportunidade de investimento.

5. METODOLOGIA

Com base na pesquisa exploratória, o presente trabalho trata-se de um estudo de caso da empresa Cia Hering S/A, a fim de determinar o valor da companhia. Segundo Yin (2005), “o estudo de caso investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real”. Ainda sobre o método de pesquisas exploratórias, Gil (2010) argumenta que estas têm como finalidade explicitar e construir hipóteses para familiarização com um dado problema, aqui definido como a avaliação do valor da companhia.

Na análise do macroambiente serão utilizados relatórios públicos de bancos de investimentos, bem como aqueles divulgados pelo Banco Central do Brasil como o relatório Focus para projetar o cenário macroeconômico. Para análise do macroambiente sociocultural e tecnológico, serão utilizados relatórios de consultores especializadas disponíveis aos alunos por meio da plataforma Euromonitor. Concluindo a análise do macroambiente, serão utilizados dados provenientes do Censo de 2010 realizado pelo IBGE para análise do ambiente natural e demográfico.

Para que seja possível realizar esta pesquisa, serão utilizadas fontes de informações fornecidas pela área de Relações de Investidores da companhia, sejam elas demonstrações financeiras de todos os períodos desde a adoção do padrão de contabilidade IFRS até o segundo ou terceiro trimestres de 2015 a depender da disponibilidade, ou apresentações corporativas, atas de reuniões do conselho de administração, atas de assembleias, comentários de desempenho e conferências de resultados. Além disso, serão utilizados como fontes de informações associações de classe, concorrentes, especialistas de mercado e toda e qualquer fonte de informação pública relevante que sustentem as premissas de projeção do fluxo de caixa descontado. A análise dos concorrentes utilizará desta mesma metodologia e cenário do macroambiente dado o mesmo contexto de atuação, salvo concorrentes estrangeiros, as quais demandarão contextualização de suas operações.

De posse dessa informação, este estudo terá como objetivo fazer uma análise crítica da situação atual e cenários futuros da companhia e criar a partir desta análise, as premissas que serão inseridas em um modelo de fluxo de caixa descontado de acordo com os métodos de avaliação encontrados na literatura. A taxa de desconto que trará os fluxos de caixa a valor presente será estruturada utilizando a taxa de juros como ativo livre de risco; o beta a relação do comportamento entre as ações de emissão da companhia e do índice de ações Ibovespa; o

retorno do mercado em excesso ao ativo livre de risco de acordo com a diferença de desempenho entre o índice Ibovespa e a taxa de juros.

6. ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

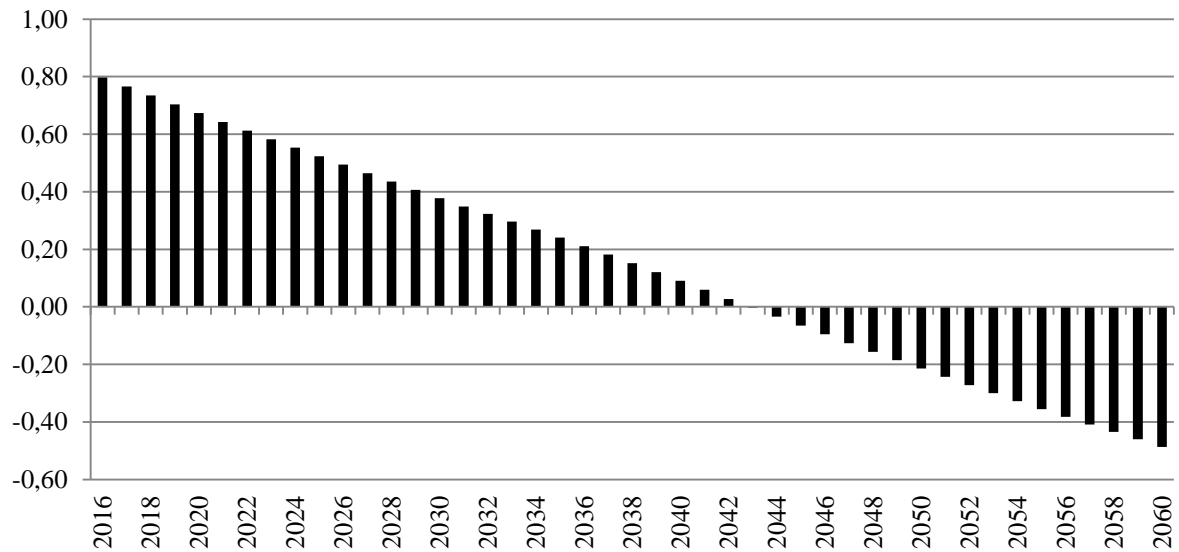
6.1 ANÁLISE DO MACROAMBIENTE

Tendo em vista a necessidade de identificação de tendências do mercado para fins de definição das premissas presentes no processo de avaliação e precificação da companhia Hering, faz-se necessária uma análise do contexto em que a empresa opera de modo que se tenha consistência na análise e que o resultado seja significativo.

6.1.1 Ambiente demográfico

Se o Brasil experimentou um crescimento populacional médio de 1,1% entre 2000 e 2015, o mesmo não pode ser utilizado como parâmetro para o crescimento futuro da população. Segundo o IBGE/Diretoria de Pesquisas. Coordenação de População e Indicadores Sociais. Gerência de Estudos e Análises da Dinâmica Demográfica, a população brasileira deve experimentar uma mudança de paradigmas para as próximas décadas como pode ser observado no Gráfico 1. Influenciada por uma menor taxa de fecundidade e de mortalidade, a população brasileira deve experimentar dois efeitos importantes: estagnação e envelhecimento.

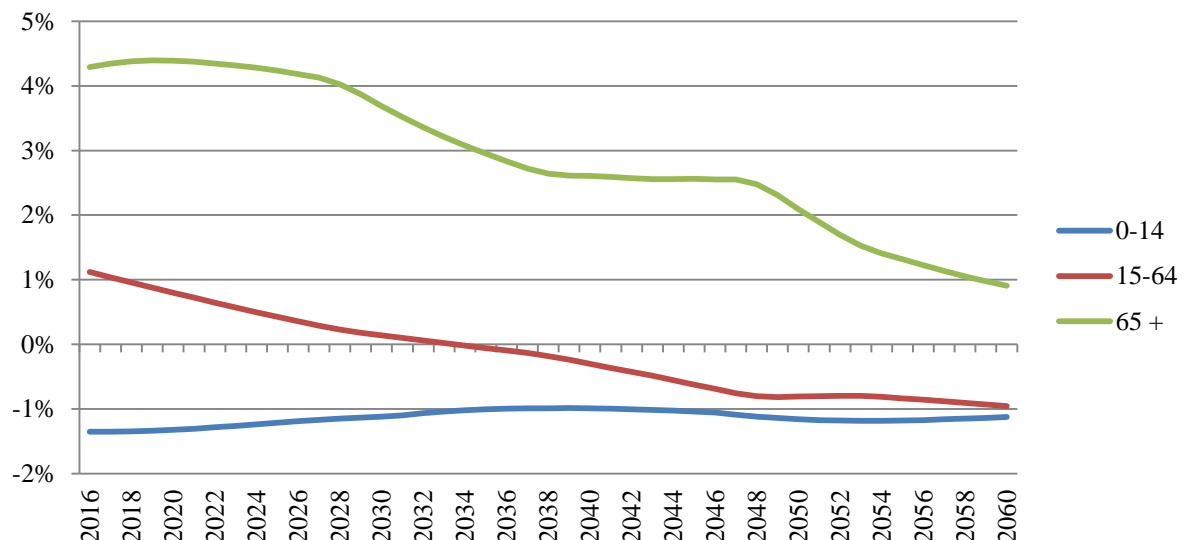
Gráfico 1 – Taxa de Crescimento Populacional Geométrica - TCG



Fonte: IBGE

A TCG, Taxa de Crescimento Geométrico, aponta para uma desaceleração do crescimento da população e estagnação da mesma em 2043, quando a população deve começar a encolher, chegando ao final de 2060 no patamar de 218 milhões de pessoas, 7% superior aos atuais 204 milhões.

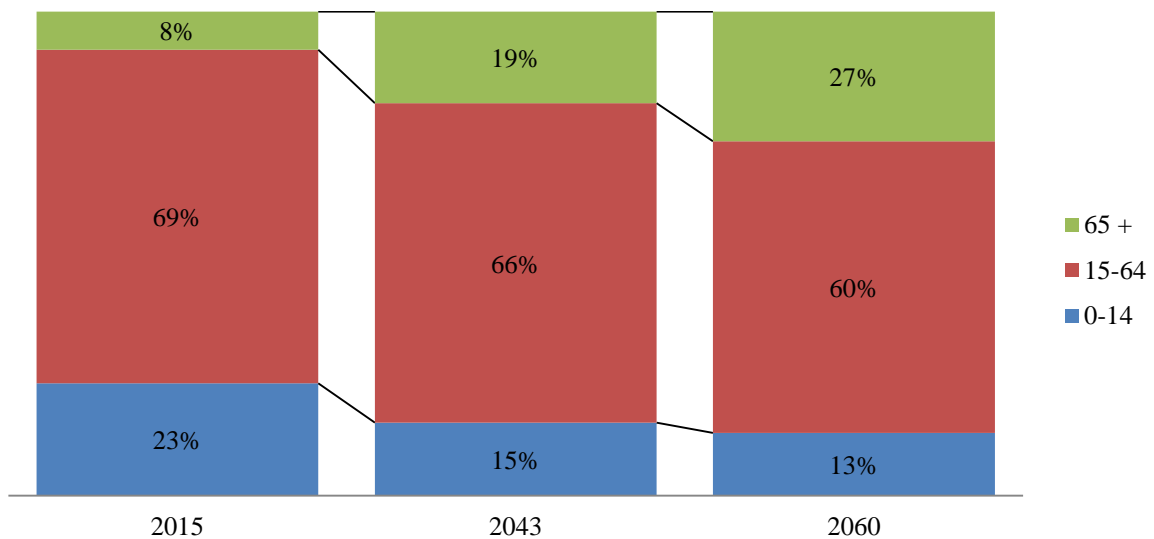
Gráfico 2 – TCG por Faixa Etária



Fonte: IBGE

Contudo, há de se observar que essa mudança de crescimento da população não é a mesma para todas as faixas etárias. Como pode ser observado no Gráfico 2, a população jovem, de 0 a 14 anos, já vem encolhendo e deve continuar nessa tendência, enquanto a população adulta, entre 15 e 64 anos, que representa hoje 69% da população, deve ser a responsável pela desaceleração da população. Por último, observamos que a população de 65 anos ou mais deve continuar a crescer em patamares superiores àqueles observados pelas demais faixas etárias, denotando um envelhecimento geral da população. Assim, observa-se uma mudança na composição da população brasileira até 2060, como pode ser observado no Gráfico 3.

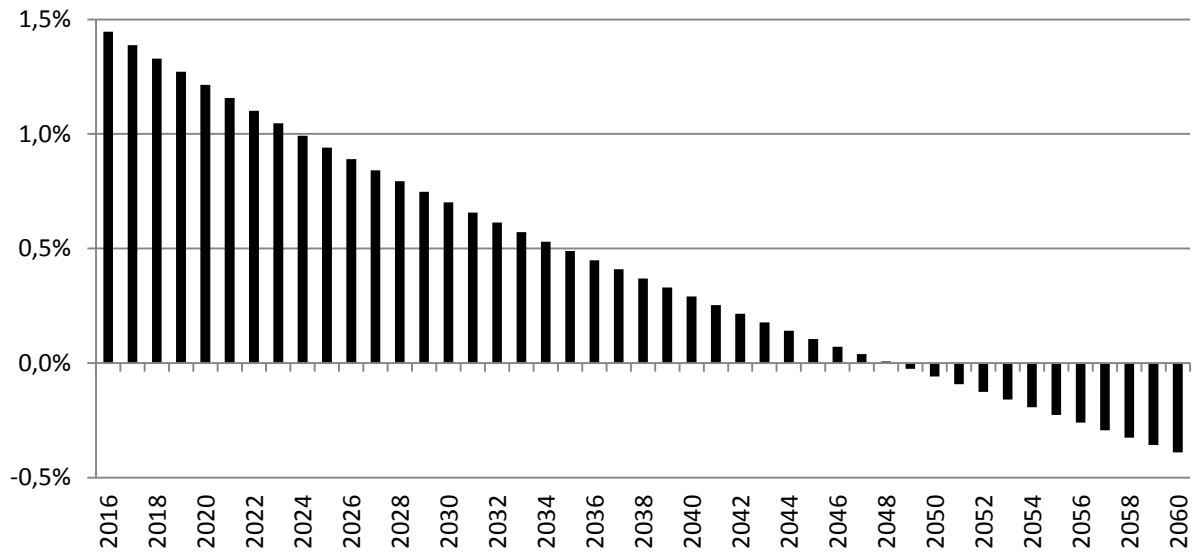
Gráfico 3 – Composição Etária da População



Fonte: IBGE

Estas mudanças demográficas implicam uma mudança no consumo da população, uma vez que, como apontado anteriormente, há diferenças entre os padrões de consumo de diferentes faixas etárias, bem como há uma postergação da retração do mercado consumidor, sendo este definido por pessoas com 15 anos ou mais para 2049, dado um consumo per capita constante, como pode ser observado no Gráfico 4.

Gráfico 4 – TCG de Pessoas de Quinze Anos ou Mais



Fonte: IBGE

6.1.2 Ambiente econômico

No que tange ao ambiente econômico, utilizamos aqui uma visão a cerca da economia para os próximos dois anos de acordo com o Relatório Focus, do Banco Central, o qual é responsável pela coleta e análise das estimativas do mercado para os principais indicadores macroeconômicos para os próximos dois períodos fiscais.

Quadro 1– Perspectivas Macroeconômicas

| Mediana - agregado | Expectativas de Mercado | | | | | | | |
|--|-------------------------|-------------|--------|------------------------|--------------|-------------|--------|------------------------|
| | 2015 | | | | 2016 | | | |
| | Há 4 semanas | Há 1 semana | Hoje | Comportamento semanal* | Há 4 semanas | Há 1 semana | Hoje | Comportamento semanal* |
| IPCA (%) | 9,53 | 9,85 | 9,91 | ▲ (7) | 5,94 | 6,22 | 6,29 | ▲ (13) |
| IGP-DI (%) | 8,42 | 10,11 | 10,14 | ▲ (9) | 5,82 | 6,00 | 6,00 | ≡ (1) |
| IGP-M (%) | 8,34 | 9,59 | 9,88 | ▲ (9) | 5,80 | 6,01 | 6,01 | ≡ (1) |
| IPC-Fipe (%) | 9,66 | 9,86 | 10,02 | ▲ (1) | 5,06 | 5,12 | 5,09 | ▼ (1) |
| Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$) | 4,00 | 4,00 | 4,00 | ≡ (4) | 4,00 | 4,20 | 4,20 | ≡ (1) |
| Taxa de câmbio - média do período (R\$/US\$) | 3,41 | 3,41 | 3,40 | ▼ (1) | 3,99 | 4,05 | 4,11 | ▲ (14) |
| Meta Taxa Selic - fim de período (%a.a.) | 14,25 | 14,25 | 14,25 | ≡ (14) | 12,50 | 13,00 | 13,00 | ≡ (1) |
| Meta Taxa Selic - média do período (%a.a.) | 13,63 | 13,63 | 13,63 | ≡ (14) | 13,63 | 13,88 | 13,95 | ▲ (8) |
| Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB) | 36,00 | 35,85 | 35,80 | ▼ (1) | 39,35 | 39,20 | 39,30 | ▲ (1) |
| PIB (% do crescimento) | -2,85 | -3,02 | -3,05 | ▼ (16) | -1,00 | -1,43 | -1,51 | ▼ (4) |
| Produção Industrial (% do crescimento) | -6,50 | -7,00 | -7,00 | ≡ (3) | -0,29 | -1,50 | -2,00 | ▼ (2) |
| Conta Corrente¹ (US\$ Bilhões) | -68,00 | -65,00 | -65,00 | ≡ (2) | -54,00 | -46,35 | -46,35 | ≡ (1) |
| Balança Comercial (US\$ Bilhões) | 12,00 | 14,00 | 14,00 | ≡ (1) | 24,00 | 26,30 | 26,30 | ≡ (1) |
| Invest. Direto no País² (US\$ Bilhões) | 64,00 | 62,50 | 64,65 | ▲ (1) | 61,00 | 60,00 | 60,00 | ≡ (3) |
| Preços Administrados (%) | 15,55 | 16,11 | 16,50 | ▲ (2) | 6,00 | 6,60 | 6,75 | ▲ (7) |

* comportamento dos indicadores desde o último Relatório de Mercado; os valores entre parênteses expressam o número de semanas em que vem ocorrendo o último comportamento

▲ aumento, ▼ diminuição ou = estabilidade

Fonte: Relatório Focus 30/10/2015

Com base na Quando 1, pode-se observar que há uma expectativa de aceleração da inflação em 2015, aqui representada pelo IPCA, ao patamar de 9,91% contra 6,41% de 2014, acompanhada de uma estabilidade de taxa de juros para o patamar de 14,25% contra 11,75% de 2014 e uma retração da economia em 3,05%. Estes fatores são importantes de serem enfatizados, pois dado o crescimento vegetativo da população, o PIB per capita do Brasil deve encolher, afetando o consumo das famílias e a atividade econômica como um todo. Além disso, há de se ter em mente que um Real desvalorizado pode afetar o resultado das companhias do setor, dado que o relatório Focus indica um dólar no patamar de R\$ 4,00 para 2015 e R\$ 4,20 para 2016.

Contudo, espera-se que o cenário se deteriore menos em 2016, dadas as estimativas de recuo da inflação para o patamar de 6,29%, a taxa de juros para 13% e o PIB apresentando retração de 1,5%, o que indica mais um ano de PIB per capita declinante.

Contudo, as premissas macroeconômicas utilizadas no modelo não serão as observadas no Relatório Focus, mas a média das estimativas de longo prazo dos bancos Bradesco e Itaú. Isso se deve pelo fato de que as projeções da média do mercado são divulgadas apenas para os períodos de 2015 e 2016, mas o modelo de avaliação da Hering utilizado se baseia na projeção de cinco anos de fluxo de caixa e a no valor da perpetuidade da empresa, sendo esta idêntica ao crescimento potencial da economia, aqui utilizada como a média das duas projeções de longo prazo.

Tabela 1 - Perspectivas Macroeconômicas do Banco Itaú

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Cenário Itaú | | | | | | | | | | | |
| Crescimento Real do PIB | 7.6% | 3.9% | 1.8% | 2.7% | 0.1% | (3)% | (3)% | 0% | 2% | 2% | 2% |
| IPCA | 6% | 7% | 6% | 6% | 6% | 10% | 7% | 6% | 5% | 5% | 4% |
| INPC | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 11% | 7% | 6% | 5% | 5% | 4% |
| Taxa de juros - final | 11% | 11% | 7% | 10% | 12% | 14% | 14% | 12% | 12% | 12% | 11% |
| Taxa de juros - média | 10% | 12% | 8% | 8% | 11% | 14% | 14% | 13% | 12% | 12% | 11% |
| CDI – final | 11% | 11% | 7% | 10% | 12% | 14% | 14% | 12% | 12% | 12% | 10% |
| TJLP – % Dez | 6% | 6% | 6% | 5% | 5% | 7% | 8% | 8% | 8% | 8% | 7% |
| Real/Dólar – Final | 1.66 | 1.87 | 2.05 | 2.36 | 2.66 | 4.00 | 4.50 | 4.75 | 4.80 | 5.00 | 5.20 |
| Real/Dólar – média | 1.76 | 1.68 | 1.95 | 2.16 | 2.35 | 3.36 | 4.27 | 4.64 | 4.78 | 4.91 | 5.11 |
| Inflação EUA | 1% | 3% | 2% | 2% | 1% | 1% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |

Fonte: Itaú BBA

Observando as Tabelas 1 e 2, é possível notar que ambas acreditam em um período de decréscimo seguido por uma recuperação e o mesmo pode ser dito para inflação mais estressada no período próximo de projeção. Contudo, observa-se que o Banco Itaú adota uma

postura mais conservadora de crescimento, projetando que o ano de 2017 será de crescimento nulo, enquanto o Bradesco já colocar um crescimento de 2% ao ano e uma posterior aceleração para a faixa dos 4% ao ano. Assim, a média das estimativas não toma nem o cenário mais pessimista, quanto nem o mais otimista, sendo esta consolidada na Tabela 3.

Tabela 2 - Perspectivas Macroeconômicas do Banco Bradesco

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------|-------|-------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|
| Cenário Bradesco | | | | | | | | | | | |
| Crescimento Real do PIB | 8% | 4% | 2% | 3% | 0% | (3)% | (3)% | 2% | 3% | 4% | 4% |
| IPCA | 6% | 7% | 6% | 6% | 6% | 10% | 6% | 5% | 5% | 4% | 4% |
| INPC | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | | | | | | |
| Taxa de juros - final | 11% | 11% | 7% | 10% | 12% | 14% | 13% | 12% | 11% | 10% | 10% |
| Taxa de juros - média | 10.0% | 11.7% | 8.5% | 8.4% | 11.0% | 13% | 14% | 12% | 11% | 10% | 10% |
| CDI - final | 11% | 11% | 7% | 10% | 12% | 14% | 13% | 12% | 11% | 10% | 10% |
| TJLP - % Dez | 6% | 6% | 6% | 5% | 5% | 6% | 8% | 8% | 8% | 7% | 7% |
| Real/Dólar - Final | 1.7 | 1.9 | 2.1 | 2.4 | 2.7 | 3.70 | 3.80 | 3.90 | 4.00 | 4.10 | 4.20 |
| Real/Dólar - média | 1.8 | 1.7 | 2.0 | 2.2 | 2.4 | 3.32 | 3.75 | 3.85 | 4.05 | 4.15 | 4.26 |

Fonte: DEPEC

Tabela 3 – Média das Perspectivas do Itaú e do Bradesco

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Cenário Médio | | | | | | | | | | | | | | | |
| Crescimento Real do PIB | | | | | 8% | 4% | 2% | 3% | 0% | (3)% | (3)% | 1% | 2% | 3% | 3% |
| IPCA | | | | | 6% | 7% | 6% | 6% | 6% | 10% | 6% | 5% | 5% | 4% | 4% |
| INPC | | | | | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 11% | 7% | 6% | 5% | 5% | 4% |
| Taxa de juros - final | | | | | 11% | 11% | 7% | 10% | 12% | 14% | 14% | 12% | 12% | 11% | 10% |
| Taxa de juros - média | | | | | 10% | 12% | 8% | 8% | 11% | 13% | 14% | 12% | 12% | 11% | 11% |
| CDI - final | | | | | 11% | 11% | 7% | 10% | 12% | 14% | 14% | 12% | 11% | 11% | 10% |
| TJLP - % Dez | | | | | 6% | 6% | 6% | 5% | 5% | 7% | 8% | 8% | 8% | 7% | 7% |
| Real/Dólar - Final | | | | | 1,7 | 1,9 | 2,1 | 2,4 | 2,7 | 3,9 | 4,2 | 4,3 | 4,4 | 4,6 | 4,7 |
| Real/Dólar - Média | | | | | 1,8 | 1,7 | 2,0 | 2,2 | 2,4 | 3,3 | 4,0 | 4,2 | 4,4 | 4,5 | 4,7 |

Fonte: Elaborado pelo autor

6.1.3 Ambiente sociocultural

O ambiente sociocultural está em constante mudança, tanto a nível local, quanto a nível global. Dada a efemeridade destes, é preciso segmentar as tendências socioculturais em três grandes tipos: microtendências, macrotendências e megatendências. As microtendências são os modismos, as macrotendências são aquelas dependentes da conjuntura e as megatendências são aquelas que perpassam as diferentes economias e momentos.

Sem buscar ser exaustivo, podemos observar duas megatendências que o ambiente sociocultural para o varejo de vestuário brasileiro: o movimento “fast” e o movimento “slow”. Segundo os editoriais “Você tem pressa de quê?” e “Precisamos Desacelerar” da revista

FFWMag, nº39 de 2015, observamos uma contradição entre uma sociedade constantemente demandante de novos produtos e um público que resiste a este movimento de hiperaceleração pelo movimento de consumo consciente do ambiente natural e pagando um prêmio pela qualidade e reconhecimento de origem dos produtos.

Observamos uma tendência das grandes cadeias de migrarem para a tendência da hipervelocidade com cadeias de suprimentos responsivas e fragmentação das tradicionais duas coleções (Outono/Inverno e Primavera/Verão) para oito coleções ao ano, o que demanda um capital intelectual intensivo e ferramentas de avaliação das micro e macrotendências. Neste âmbito, há de se destacar o papel das ferramentas de captura de tendências socioculturais do setor. Companhias como WGSN, Promostyl, Trend Union e Peclers passaram a ser amplamente utilizadas pelas redes, tanto o é que são consideradas ferramentas de homogeneização do setor, dada a sua relevância nos centros produtivos para identificação daquilo que o consumidor tem demandado.

Em termos de macrotendências, segundo o relatório Tendências de Consumo 2015 Brasil da Mintel, poderemos observar quatro tendências que devem afetar o ambiente socioculturais: debates a cerca dos gêneros, busca pela felicidade, luta por direitos e conexão constante. Para a empresa, a maior penetração da mulher no mercado de trabalho e conseqüente menor disponibilidade de tempo deve criar espaço para soluções que visem dar suporte à mulher, já que a Mintel identificou que houve crescimento de 26% na demanda por alimentos mais convenientes ou delivery, além da intensificação do uso de soluções de busca de preços, cupons e descontos.

O segundo ponto diz respeito à busca da felicidade. Para a Mintel, o os planos de distribuição de renda e crescimento da classe média colocou o consumo no centro do crescimento econômico, pois segundo pesquisa da companhia, 40% dos entrevistados aumentaram seu consumo no dia a dia e 21% comparam com mais frequência do que costumavam. Contudo, há de se notar que uma mudança no ambiente econômico está em curso e a renda discricionária aponta para uma deterioração no padrão de consumo observado até então, sendo este um fator não enunciado pela referida pesquisa.

Além disso, a Mintel destaca que a luta por direitos deve se fazer ouvir em meio a um ambiente econômico, político e cultural instável. Segundo a empresa, as manifestações de 2014 e 2015 já mostram que o maior acesso a informação e ativismo por meio da internet vêm possibilitando um aumento das manifestações e criando consciência em torno do ambiente natural, instigando o movimento “slow” anteriormente citado.

Por último, observa-se uma tendência a busca pela conexão e utilização da internet para sincronizar produtos e serviços aos consumidores. Essa tendência tecnológica que afeta os hábitos e consumo das pessoas é mais bem explorada no ambiente tecnológico sob o tema do omnichannel.

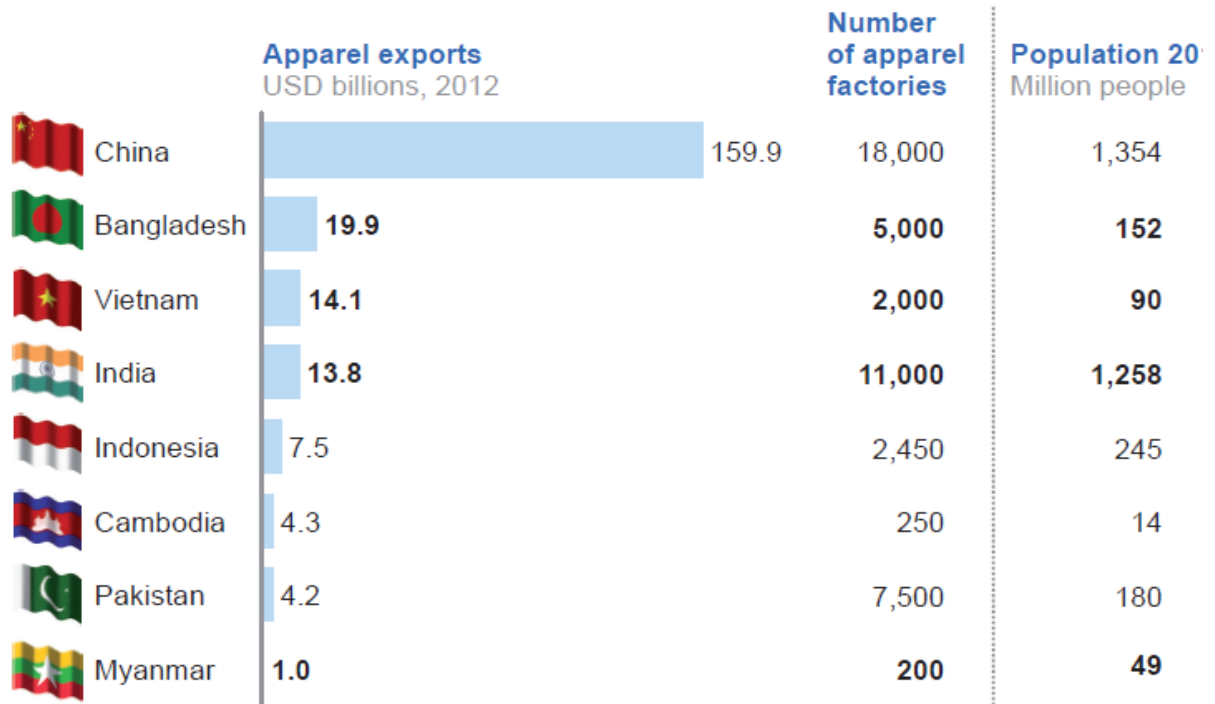
Contudo, a mesma reportagem da FFWMag anteriormente citada ainda afirma que em períodos de recessão o consumidor tende a deixar de lado os produtos locais para adquirir aqueles de menor preço independentemente de sua origem, de modo que este não é um risco iminente para a Cia Hering.

6.1.4 Ambiente natural

O ambiente natural é caracterizado pela escassez de recursos, assunto este que vem permeando a mudança cultural de “fast”, fast food, fast fashion, fast track, para a cultura “slow”, slow food, slow fashion e etc. Com a mudança do eixo do setor de vestuário para a Ásia, em especial China e Japão, muitos dos produtores começaram a produzir em território chinês, fechando capacidades por toda Europa, salvo Turquia, e Estados Unidos para migrarem em direção à produção mais barata. Assim, não se colocou apenas em contra a exaustão dos recursos da natureza, mas da própria qualidade de trabalho dos empregados das fábricas responsáveis por suprir as maiores empresas do setor.

Segundo o mapeamento de fornecimento global realizado pela McKinsey em 2013 junto aos diretores de compras das maiores empresas do setor, identificou-se a China como sendo o maior exportador do mundo do setor, como pode ser observado na Ilustração 2; contudo, os mesmos profissionais indicaram que procuram novas fontes de fornecimento tendo em vista que o aumento de salários e elevação do custo da energia neste país coloca em cheque a estratégia de baixo custo e rápida reposição. Assim, observa-se que o ciclo de busca da exploração da mão de obra persiste na indústria, colocando em evidência os aspectos éticos em torno do mesmo.

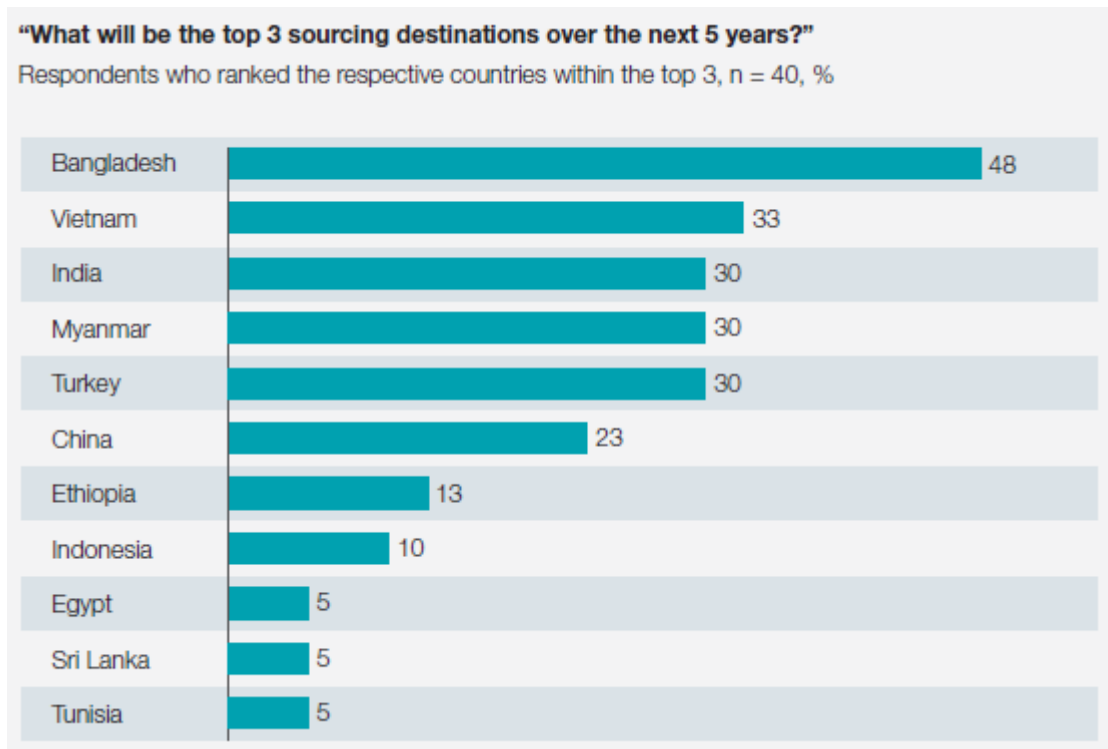
Ilustração 2 – Exportação de Produtos de Vestuário em 2012 – Bilhões de Dólares



Fonte: McKinsey

Contudo, há sinais de mudança frente ao compliance da origem dos produtos adquiridos pelas varejistas de vestuário, uma vez que após o incidente em 2013 em Bangladesh que matou mais de mil trabalhadores, a pesquisa, que até então apontava o local possuía 80% da preferência de novos outsourcings, reduziu este percentual para apenas 48% em 2015 como identificado na Ilustração 3.

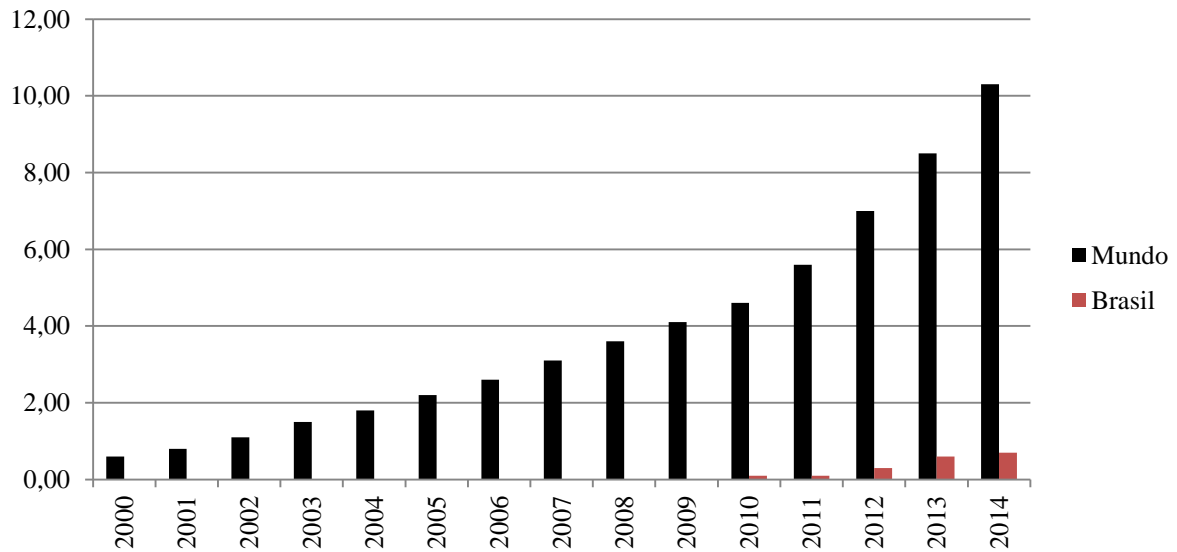
Ilustração 3 – Intenção de Outsourcing das Companhias de Vestuário por País



Fonte: McKinsey

6.1.5 Ambiente tecnológico

A tecnologia vem afetando o varejo de vestuário em duas frentes: na gestão da cadeia de suprimentos e na ponta de venda. No BackOffice, a tecnologia em sistemas possibilitou a adoção do CPFR, Collaborative Planning Forecast and Replenishment, prática esta que possibilita a identificação de padrões nos centros de distribuição e capaz de alertar sobre possíveis falhas e imprevistos de modo instantâneo para que as equipes de compras e merchandising possam ajustar seus pedidos. Outra tecnologia importante na cadeia de suprimentos são as etiquetas de radiofrequência, as quais possibilitam uma identificação da movimentação de cada uma das peças o envio da fábrica ao centro de distribuição e à loja, além de tornar o checkout mais rápido, evitando filas e tornando a experiência do consumidor ainda melhor. Além disso, estas etiquetas possuem tamanho reduzido, o que é um ganho importante na experiência do usuário na hora da experimentação.

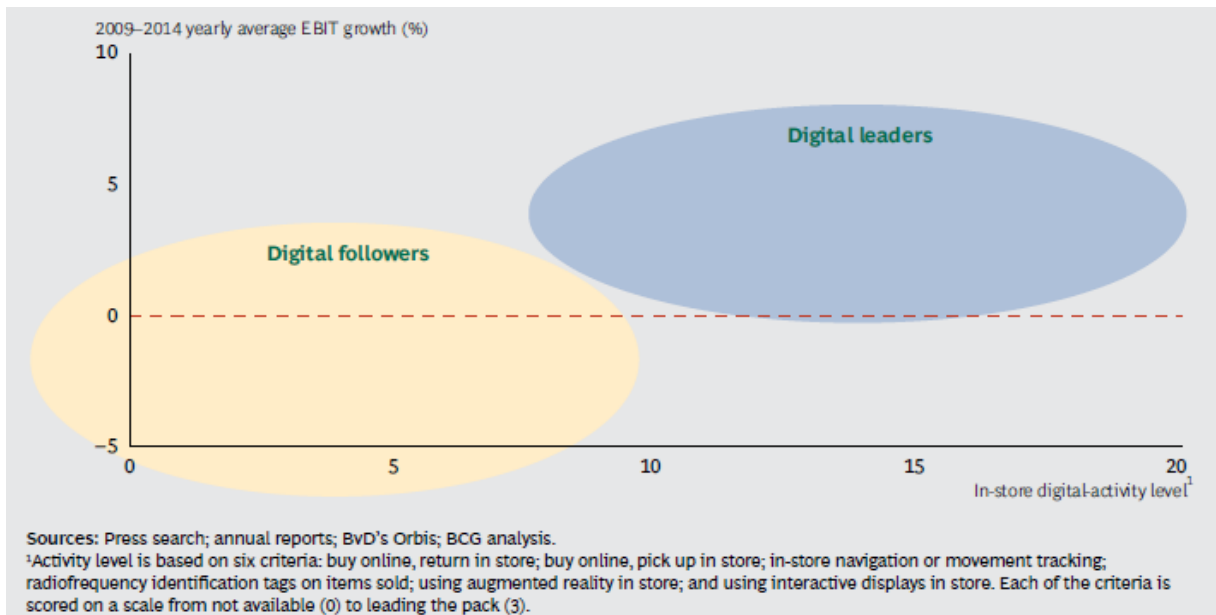
Gráfico 5 – Participação das Vendas na Internet do Total do Mercado de Vestuário

Fonte: Euromonitor

No ponto de venda, a tecnologia vem afetando os negócios de varejo de vestuário de modo acelerado, mesmo que em diferentes ritmos em diferentes localidades. Analisando o Gráfico 5, pode-se observar que a nível mundial as vendas pela internet já passaram 10% das vendas do varejo de vestuário, enquanto, no Brasil, este percentual ainda sequer alcançou 1%. Com uma venda relevante dentro da cesta global, as companhias vêm trabalhando com o conceito de omnichannel, ou seja, a mistura entre o ambiente digital e físico como forma de alavancar as vendas e propiciar maior experiência e conveniência ao consumidor.

No artigo “Future of Shopping” da Harvard Business Review, identifica-se que é preciso juntar o melhor dos dois canais, de modo que possa se aproveitar da vantagens digitais de conteúdo sobre os produtos, análise dos clientes, conteúdo editorial, diálogo entre consumidor e empresa, ampla variedade de produtos, checkout rápido, comparação de preços e conveniência. Assim como é preciso aproveitar as vantagens das lojas com portfólio com curadoria, experiência de compra, possibilidade de provar das peças, atendimento personalidade, acesso instantâneo aos produtos, pós-venda e gratificação instantânea.

Ilustração 4 – Rentabilidade das Empresas de Vestuário Líderes em Engajamento Virtual



Fonte: Boston Consulting Group

A consultoria Boston Consulting Group, BCG, publicou uma pesquisa com os 25 maiores varejistas, tanto na Europa, quanto nos Estados, em uma janela de cinco anos mostrando como empresas com maior intensidade de atividade digital em loja se comparam aos seus pares de menor penetração digital em termos de avanço do resultado operacional utilizado como critério seis critérios: compra online com devolução em loja, compra online e retirada em loja, navegação dentro da loja ou captura de movimentos, identificação de radiofrequência nos produtos vendidos, utilização de realidade aumentada e uso de telas interativas. A pesquisa evidenciada na Ilustração 4 demonstra uma correlação positiva entre aquelas empresas engajadas na experiência de omnichannel e a rentabilidade dos negócios. Mesmo que isto não signifique uma relação de causa e consequência, indica que ambos os eventos ocorrem simultaneamente tornando possível uma relação de causalidade.

6.1.6 Ambiente político-legal

Embora o varejo de vestuário não seja um setor regulamentado, é preciso ter em mente de que cada uma das grandes empresas do setor possui algum tipo de intervenção direta e

indireta do Estado. As principais regulações aqui descritas se dão em dois níveis: empresarial e fiscal.

No ambiente empresarial, podemos observar a legislação das sociedades diferindo sociedades anônimas abertas e fechadas e limitadas. Esta distinção se faz importante na medida em que existe diferença no grau de informações passíveis de serem obtidas das diferentes empresas do setor. Sociedades anônimas, sejam elas abertas ou fechadas, frente a Lei das SA, Lei 6.404/76, são obrigadas a divulgarem suas informações financeira auditadas anualmente, possibilitando um maior escopo de informações comparativas.

Dentre as maiores empresas do setor, identifica-se o tipo de natureza societária das empresas de vestuário na Tabela 4.

Tabela 4 – Natureza das Sociedades de Empresas de Vestuário

| Sociedades Anônimas Abertas | Sociedades Anônimas Fechadas | Sociedade Limitada |
|-----------------------------|------------------------------|--------------------|
| Renner | Penambucanas | C&A |
| Riachuelo | Inbrands | VF |
| Marisa | Lupo | Malwee |
| Hering | De Millus | AMC Têxtil |
| Restoque | Q1 | Nike |
| | Scalina | PVH |
| | Marisol | Sawary |
| | | Inditex |
| | | Levi Strauss |
| | | Adidas |
| | | M5 |
| | | Hope |
| | | Hanesbrands |
| | | Kering |
| | | Rosset |
| | | Decathlon |
| | | DelRio |
| | | Mash |
| | | Hermès |
| | | True Religion |

Fonte: Elaborado pelo Autor

No ambiente fiscal, observa-se na Tabela 5 uma presença ativa do Estado concedendo benefícios fiscais variados para cada uma das companhias, principalmente para aquelas que possuem fábricas instaladas.

Tabela 5 - Benefícios Fiscais das Empresas de Vestuário Listadas

| Incentivo | Tipo | Concedido por | Benefício em | Empresas Beneficiadas |
|-----------------------|----------|---------------|--------------------|-----------------------|
| Lei Rouanet | Federal | União | IRPJ | Renner |
| Pronas | Federal | União | IRPJ | Renner |
| Pronon | Federal | União | IRPJ | Renner |
| PAT | Federal | União | IRPJ | Renner |
| Incentivo de Inovação | Federal | União | PIS/PASEP e Cofins | Renner |
| SUDENE | Estadual | CE | IRPJ | Guararapes |
| PROVIN | Estadual | CE | ICMS | Guararapes |
| PROADI | Estadual | RN | ICMS | Guararapes e Hering |
| Lei do Vestuário | Estadual | GO | ICMS | Hering |
| Pró-Emprego | Estadual | SC | ICMS | Hering e Renner |
| Produzir | Estadual | SC | ICMS | Hering |
| PRODEC | Estadual | SC | Juro subsidiado | Hering e Restoque |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Pode-se observar que, de cinco empresas listadas do setor, quatro possuem incentivos fiscais, com destaque para os incentivos da Lei do Vestuário para Hering, Pró-Emprego para Hering e Renner e o acordo pactuado entre Sudene e Guararapes (Riachuelo).

A Lei do Vestuário possibilitou um Termo de Acordo de Regime Especial, “TARE” para Hering. Esta TARE possibilita adimplência dos tributos estaduais da empresa conquanto que a Hering esteja comprometida em aumentar sua capacidade produtiva em 5% no estado de Goiás até 2020 e mantenha 1.400 empregos diretos gerados no estado.

O benefício Pró-Emprego é outro benefício importante para as companhias em questão, pois possibilita o diferimento de ICMS relativos a aquisição de materiais, bem como diferimento para aquisição de bens que visem a expansão das unidades produtivas.

O benefício concedido pela SUDENE à Guararapes é outro que chama a atenção, dado que ele isenta em 75% o imposto de renda sobre os resultados das unidades fabris até 2017, valores estes incorporados ao capital da empresa e não distribuídos como dividendos.

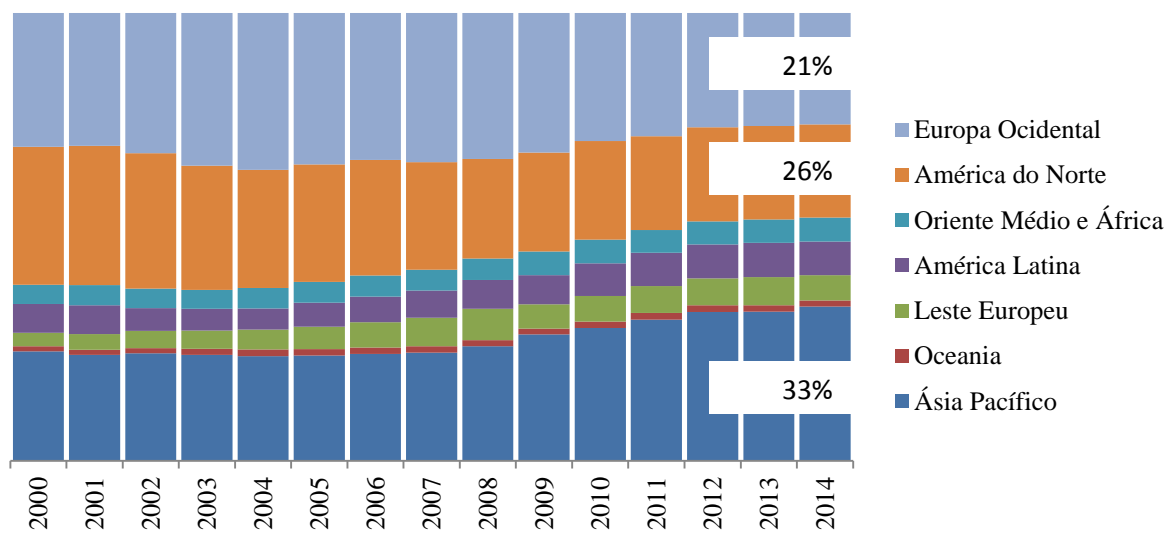
Este benefício faz com que a Guararapes passe a deixar maior margem com suas unidades fabris frente à rede varejista.

6.2. ESTRUTURA COMPETITIVA

6.2.1. Rivalidade entre concorrentes estabelecidos

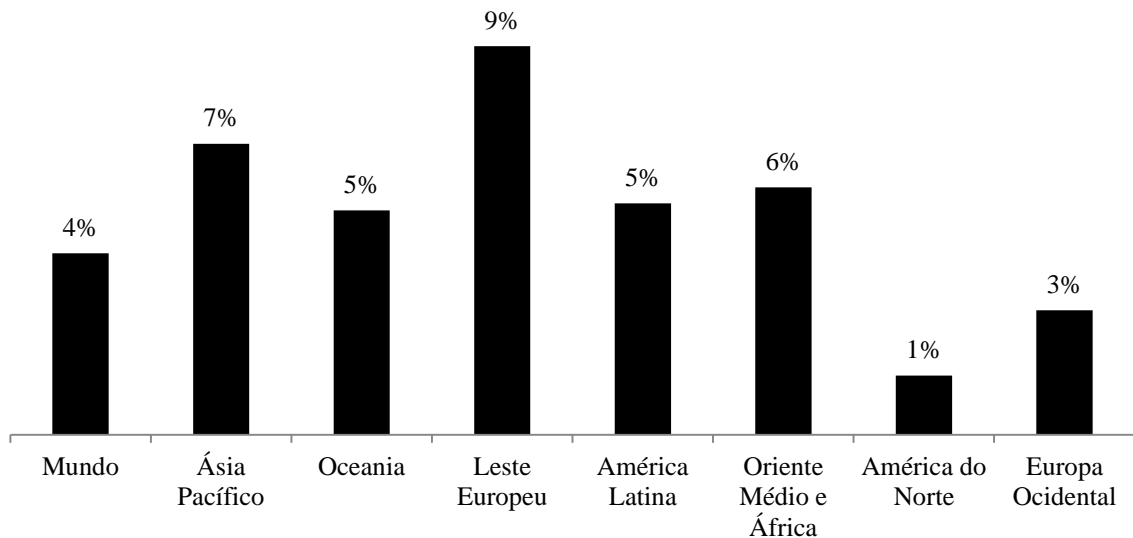
O setor de varejo de vestuário pode ser segmentado em dois grandes grupos: vestuário e calçados. Focando no mercado de vestuário, o Gráfico 6 permite observar que a América Latina é apenas 8% do total, sendo este um valor baixo comparado aos 34% do mercado asiático, 25% do mercado da América do Norte e 21% do mercado Europeu. No total, o setor movimentou US\$ 1,4 bilhões em 2014.

Gráfico 6 - Mercado Mundial de Vestuário



Fonte: Euromonitor

Gráfico 7 - Crescimento Anual Composto do Mercado de Vestuário de 2000 a 2014



Fonte: Euromonitor

No Gráfico 7 é possível ver que, enquanto o mercado mundial vem crescendo a uma taxa de 4% ao ano entre os anos 2000 e 2014, dois dos maiores mercados, América do Norte e Europa Ocidental, cresceram menos que o resto do mundo, enquanto a Ásia, puxada pela China, seguiu crescendo três pontos percentuais ao ano acima do mercado sobre uma base já grande, pulando de uma participação de mercado de 24% em 2000 para 34% em 2014. Este grande crescimento asiático acabou tomando o foco de grandes empresas.

Despercebida dentro do mercado global de varejo, a América Latina cresceu a uma taxa composta de 5% ao ano sobre 4% ao ano do mercado mundial, resultando em um ganho de participação de 6% para 8%. É interessante observar que neste âmbito encontra-se o mercado brasileiro movimentada nada menos que US\$ 38 bilhões, representando 37% do mercado da América Latina e 3% do mercado mundial. Além disso, o Brasil possui um crescimento em dólares de 4% ao ano no período de 2000 a 2014, estando alinhado ao crescimento do mercado internacional. Interessante notar que enquanto o PIB do Brasil em dólares apresentou crescimento médio de 10% ao ano entre 2000 e 2014, o mercado de vestuário cresceu 9%, um ponto percentual abaixo da economia como um todo como pode ser observado na Tabela 6.

Tabela 6 – Crescimento do PIB e do Mercado de Vestuário Brasileiro em Dólares

| Ano | PIB – US\$ | Vestuário - US\$ |
|------|------------|------------------|
| 2000 | 657.504 | 11.175 |
| 2001 | 559.802 | 10.444 |
| 2002 | 508.919 | 10.225 |
| 2003 | 560.155 | 12.048 |
| 2004 | 669.666 | 13.058 |
| 2005 | 892.506 | 16.983 |
| 2006 | 1.107.293 | 20.539 |
| 2007 | 1.395.652 | 25.323 |
| 2008 | 1.691.910 | 30.288 |
| 2009 | 1.670.183 | 30.018 |
| 2010 | 2.210.313 | 38.742 |
| 2011 | 2.613.516 | 44.805 |
| 2012 | 2.411.531 | 40.909 |
| 2013 | 2.387.874 | 40.482 |
| 2014 | 2.345.379 | 38.304 |
| CAGR | 10% | 9% |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Em termos de distribuição de canais de vendas, observa-se na Tabela 7 que existe uma diferença no modo como os brasileiros compram em relação ao modo como o restante do mercado mundial o faz. Podemos observar que os brasileiros ainda preferem muito mais a compra em lojas especializadas aos outros canais, tais como supermercados e lojas de departamento. Prova disso é a elevada concentração de vendas em lojas especializadas, 84% contra 46% das vendas mundiais. Além disso, é possível observar que a venda pela internet ainda é tímida no Brasil, sendo um canal que representa apenas 1% do mercado brasileiro, enquanto este já representa 10% do mercado do mundial.

Tabela 7 – Vendas de Vestuário por canal

| | Mundo | Brasil |
|-----------------------|-------|--------|
| Especializadas | 46% | 84% |
| Super/Hipermercados | 6% | 1% |
| Lojas de Departamento | 21% | 8% |
| Internet | 10% | 1% |

Fonte: Euromonitor

Outra tendência importante no setor é a consolidação global do mesmo. Observando os dez maiores mercados de vestuário do mundo, podemos observar que existe um processo de concentração do mercado conforme a Tabela 8. A consolidação ocorre, não apenas pelo crescimento do líder, porém dos demais participantes do mercado também. Além disso, é possível observar que o Brasil possui um mercado mais consolidado que os demais países. Contudo, há de se observar que o país também passa pelo processo de consolidação com a mesma intensidade de outros países, pois o Brasil elevou a concentração de mercado das vinte maiores empresas do setor em 7%, um ponto percentual. acima da média da amostra.

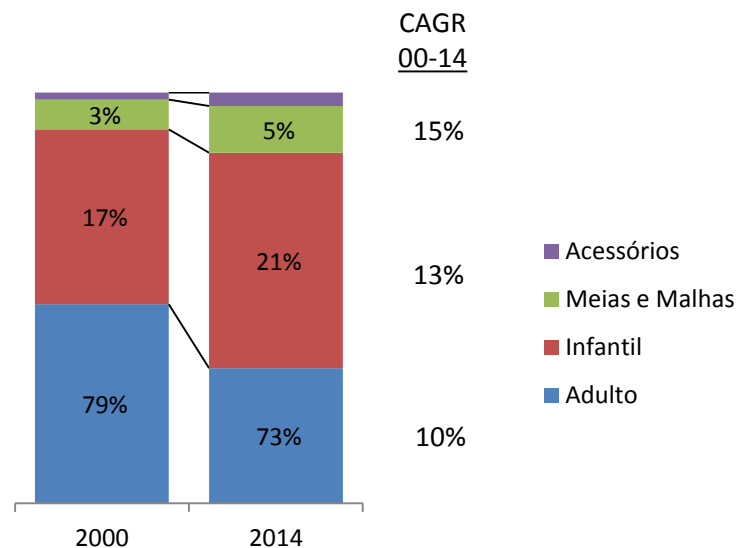
Tabela 8 - Concentração do Setor de Vestuário no Mundo

| Líder | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| China | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Estados Unidos | 5% | 5% | 4% | 5% | 4% | 4% |
| Alemanha | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 7% |
| Japão | 8% | 9% | 9% | 10% | 11% | 12% |
| Reino Unido | 5% | 6% | 6% | 5% | 5% | 5% |
| Rússia | 1% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Índia | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 2% |
| Itália | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| França | 2% | 3% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| Brasil | 4% | 4% | 4% | 5% | 5% | 6% |
| Top 5 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| China | 3% | 4% | 4% | 4% | 5% | 5% |
| Estados Unidos | 11% | 11% | 13% | 13% | 14% | 14% |
| Alemanha | 14% | 15% | 15% | 15% | 16% | 16% |
| Japão | 21% | 22% | 22% | 24% | 24% | 26% |
| Reino Unido | 18% | 18% | 19% | 18% | 18% | 18% |
| Rússia | 5% | 6% | 7% | 8% | 8% | 9% |
| Índia | 2% | 2% | 3% | 4% | 4% | 5% |
| Itália | 8% | 9% | 9% | 9% | 10% | 13% |
| França | 12% | 14% | 15% | 15% | 16% | 16% |
| Brasil | 18% | 19% | 19% | 21% | 21% | 22% |
| Top 10 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| China | 5% | 6% | 7% | 7% | 8% | 8% |
| Estados Unidos | 17% | 17% | 19% | 20% | 23% | 23% |
| Alemanha | 21% | 22% | 22% | 22% | 22% | 23% |
| Japão | 27% | 28% | 31% | 32% | 33% | 34% |
| Reino Unido | 23% | 23% | 24% | 24% | 24% | 24% |
| Rússia | 6% | 8% | 9% | 11% | 11% | 12% |
| Índia | 3% | 4% | 5% | 5% | 6% | 7% |
| Itália | 13% | 14% | 15% | 16% | 17% | 20% |
| França | 20% | 21% | 23% | 24% | 24% | 24% |
| Brasil | 25% | 25% | 26% | 28% | 29% | 30% |
| Top 20 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| China | 8% | 9% | 11% | 11% | 11% | 11% |
| Estados Unidos | 24% | 25% | 29% | 30% | 33% | 34% |
| Alemanha | 28% | 28% | 29% | 30% | 31% | 31% |
| Japão | 37% | 38% | 41% | 42% | 44% | 45% |
| Reino Unido | 28% | 29% | 30% | 30% | 30% | 30% |
| Rússia | 9% | 11% | 13% | 15% | 16% | 17% |
| Índia | 5% | 6% | 8% | 8% | 9% | 9% |
| Itália | 19% | 21% | 22% | 24% | 26% | 30% |
| França | 25% | 27% | 29% | 30% | 32% | 33% |
| Brasil | 31% | 31% | 33% | 36% | 36% | 38% |

Fonte: Euromonitor

Para analisar o mercado brasileiro de vestuário, precisa-se realizar um processo de segmentação dos R\$ 89 bilhões que circulam em nosso território. O mercado de vestuário pode ser dividido de acordo com o sortimento de produto, tipo de uso ou até participação de mercado. Nesta análise proposta, a segmentação se dá primeiramente pelo sortimento de produto e tipo de uso. A primeira análise se dá em termos de sortimento de público: adulto, infantil, meias e malhas e acessórios. Segundo esta segmentação, podemos observar que os três principais mercados de varejo de vestuário vêm crescendo dois dígitos desde os anos 2000 e que o mercado adulto ainda é bastante representativo (73% do total). O crescimento superior do mercado infantil advém da menor fertilidade e diminuição do tamanho das famílias, o que faz com que o gasto com consumo discricionário para as crianças seja maior, fazendo com que o mercado infantil se torne mais aquecido como pode ser visto no Gráfico 8.

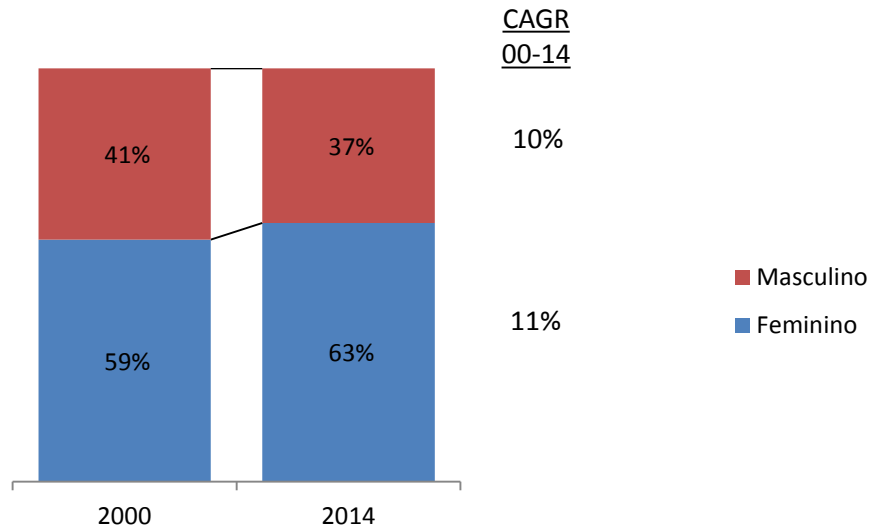
Gráfico 8 – Segmentação do Setor de Vestuário e Seus Crescimentos



Fonte: Euromonitor

O mercado adulto pode ser dividido de duas maneiras: gênero e ocasião de uso. Na primeira divisão, podemos observar que o mercado feminino é maior que o mercado masculino e representa, hoje, mais de 60% do total do mercado adulto de vestuário como indica a Gráfico 9. Ambos os gêneros vêm observando o crescimento no sortimento, colaborando para um crescimento ponderado de 10%.

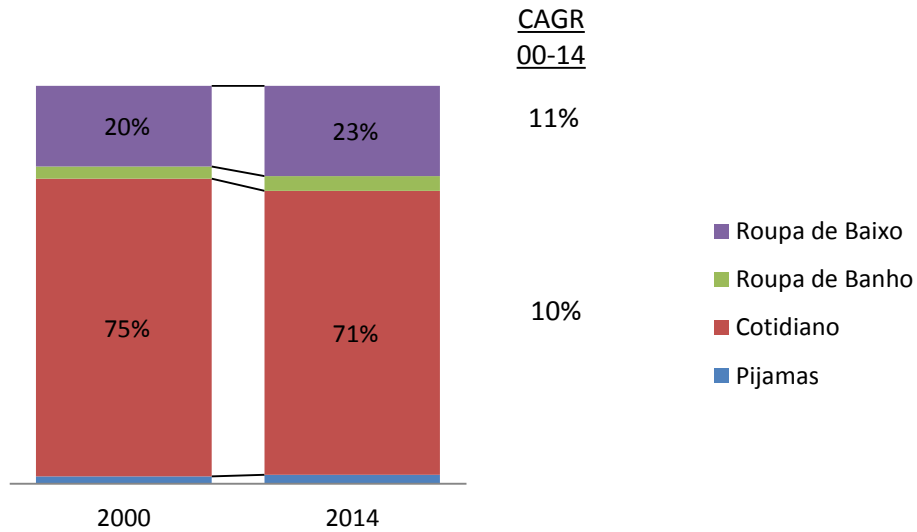
Gráfico 9 – Segmentação de Gêneros do Mercado Adulto



Fonte: Euromonitor

Contudo, o mercado de vestuário adulto pode ser observado pelo segundo prisma: ocasião de uso, aqui representado no Gráfico 10. Esta abertura é dividida em quatro áreas principais: pijamas, roupas para o cotidiano, roupas de banho e roupas de baixo. Podemos observar que a categoria de roupa para cotidiano e roupas de baixo, juntas, representam 94% do consumo adulto e ambas crescem em taxas semelhantes ao longo dos últimos quatorze anos.

Gráfico 10 – Segmentação por Ocasão de Uso do Mercado Adulto



Fonte: Euromonitor

De tal modo, é preciso realizar uma análise que permita classificar as empresas dentro de cada uma dessas áreas; contudo, como se vê a seguir, uma mesma empresa não é uma competidora pura de um determinado segmento, possuindo operações ou até mesmo marcas diferentes para diferentes públicos. Esta segmentação de competidores será importante em um momento posterior para definirmos os pares comparáveis da Cia Hering S/A e pensarmos não apenas em termos de participação total, mas presença em cada um dos segmentos, modelos de negócios, dispersão geográfica e etc. Como forma de realizar um filtro nas dezenas de empresas que aparecem no Euromonitor, faz-se necessária um processo de segmentação entre elas como pode ser observado na Tabela 9.

Tabela 9 – Segmentação das Empresas do Setor

| | Sortimento de Vestuário | | | | Sortimento Adulto | | Sortimento Adulto | | | |
|--|-------------------------|----------|-------|--------|-------------------|----------|-------------------|-----------|----------------|----------------|
| | Acessórios | Infantil | Meias | Adulto | Masculino | Feminino | Pijamas | Cotidiano | Roupa de Banho | Roupa de Baixo |
| Solução Completa de Cotidiano | | | | | | | | | | |
| Renner | 1% | 19% | 5% | 75% | 39% | 61% | 0% | 97% | 0% | 2% |
| C&A | 1% | 13% | 1% | 85% | 36% | 64% | 0% | 97% | 0% | 2% |
| Guararapes | 2% | 14% | 5% | 79% | 33% | 67% | 0% | 96% | 0% | 3% |
| Hering | 1% | 20% | 0% | 80% | 51% | 49% | 1% | 96% | 0% | 3% |
| Pernambucanas | 1% | 12% | 0% | 87% | 36% | 64% | 0% | 96% | 0% | 3% |
| Malwee | 0% | 35% | 0% | 65% | 50% | 50% | 2% | 90% | 0% | 8% |
| PVH | 1% | 13% | 0% | 86% | 67% | 33% | 1% | 89% | 1% | 9% |
| Adulto Cotidiano | | | | | | | | | | |
| VF | 0% | 0% | 0% | 100% | 54% | 46% | 0% | 100% | 0% | 0% |
| AMC | 0% | 2% | 0% | 98% | 33% | 67% | 0% | 100% | 0% | 0% |
| Inbrands | 3% | 4% | 0% | 93% | 61% | 39% | 0% | 97% | 1% | 2% |
| Levi Strauss | 0% | 0% | 0% | 100% | 55% | 45% | 0% | 100% | 0% | 0% |
| M5 | 0% | 0% | 0% | 100% | 47% | 53% | 0% | 100% | 0% | 0% |
| Feminino de Cotidiano | | | | | | | | | | |
| Marisa | 1% | 11% | 3% | 85% | 9% | 91% | 3% | 65% | 4% | 28% |
| Sawary | 0% | 0% | 0% | 100% | 11% | 89% | 0% | 100% | 0% | 0% |
| Restoque | 7% | 2% | 0% | 91% | 11% | 89% | 0% | 100% | 0% | 0% |
| Inditex | 2% | 10% | 1% | 87% | 24% | 76% | 0% | 99% | 1% | 0% |
| Masculino de Cotidiano | | | | | | | | | | |
| Q1 | 3% | 3% | 0% | 93% | 83% | 17% | 0% | 100% | 0% | 0% |
| Infantil | | | | | | | | | | |
| Marisol | 0% | 100% | 0% | 0% | 0% | 100% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Meias, Pijamas, Roupa de Banho e de Baixo | | | | | | | | | | |
| Todos os público | | | | | | | | | | |
| Lupo | 0% | 12% | 34% | 53% | 61% | 39% | 19% | 0% | 1% | 80% |
| Scalina | 0% | 19% | 25% | 56% | 23% | 77% | 10% | 0% | 19% | 72% |
| Feminino | | | | | | | | | | |
| DeMillus | 0% | 4% | 6% | 90% | 12% | 88% | 0% | 0% | 0% | 100% |
| Hope | 0% | 0% | 0% | 100% | 0% | 100% | 13% | 0% | 22% | 65% |
| Rosset | 0% | 0% | 0% | 100% | 0% | 100% | 17% | 0% | 23% | 60% |
| LDR | 0% | 0% | 0% | 100% | 0% | 100% | 0% | 0% | 0% | 100% |
| Hermès | 0% | 11% | 0% | 89% | 0% | 100% | 0% | 43% | 0% | 57% |
| Masculino | | | | | | | | | | |
| Hannesbrands | 0% | 0% | 18% | 82% | 100% | 0% | 0% | 0% | 0% | 100% |
| Mash | 0% | 0% | 32% | 68% | 100% | 0% | 5% | 0% | 14% | 81% |

Fonte: Elaborado pelo Autor

A definição dos clusters foi realizada criando-se um primeiro grupo de empresas de solução completa de cotidiano. Estas companhias possuem pelo menos 10% da receita derivada do mercado infantil, pelo menos 65% da receita advinda do mercado adulto e deste mercado adulto, o gênero de maior participação não pode representar mais 75% do total de vestuário adulto e, por último, 75% das receitas do mercado adulto devem advir do uso cotidiano. Neste primeiro cluster, estão incluídas as seguintes companhias: Renner, C&A, Guararapes, Hering, Pernambucanas, Malwee e PVH.

O segundo cluster é semelhante ao primeiro na definição das demais empresas com soluções adultas de cotidiano. Dentro deste cluster estão inclusas as companhias que possuem pelo menos 65% da receita advinda do mercado adulto e, deste, 65% das receitas deve advir do segmento de uso cotidiano. Fazem parte deste cluster as seguintes companhias: VF Corp, AMC Têxtil, Inbrands, Levi Strauss, M5, Marisa, Sawary, Restoque, Inditex e Q1.

Três subdivisões deste cluster foram realizadas para melhor endereçar estas companhias: solução adulta de cotidiano unissex, masculina e feminina. As soluções unissex não podem ter como característica que um dos gêneros dentro da receita advinda do mercado adulto represente 75% ou mais deste. Assim, esta subdivisão passa a incorporar as seguintes companhias: VF Corp, AMC Têxtil, Inbrands, Levi Strauss e M5. O cluster masculino possui 75% ou mais da receita adulta advinda deste gênero, restando apenas a companhia Q1. A última subdivisão, solução adulta de cotidiano feminina é composta por empresas que possuam 75% ou mais da receita adulta advinda deste gênero, agrupando, pois, as seguintes empresas: Marisa, Sawary, Restoque e Inditex.

Outros dois clusters foram definidos além do mercado adulto: o cluster de empresas dedicadas apenas ao mercado infantil, de empresas de artigos esportivos e empresas dedicadas aos segmentos de Meias e Acessórios, bem como de empresas do mercado adulto pijamas, roupas de banho e de baixo. Este último cluster foi dividido de acordo com o sortimento de gênero, sendo este unissex, feminino e masculino. O cluster infantil diz respeito às empresas que possuem suas receitas 65% ou mais de suas receitas avindas deste mercado restando apenas a Marisol.

O cluster de artigos esportivos diz respeito àquelas empresas que possuem 65% ou mais de suas receitas de vestuários e calçados advindas de artigos esportivos. É preciso atentar aqui que a Euromonitor apenas providencia a divisão de artigos esportivos sobre o total tanto de calçados, quanto de vestuário. Deste modo, foi preciso somar os dois mercados e segregar as receitas de artigos esportivos. Estão nesta categoria as seguintes empresas: Nike, Adidas, Kering e Oxyane.

Por último, há de se observar as demais companhias e suas separações de mercados e gêneros. A primeira segmentação diz respeito aquelas empresas que possuem menos 65% da sua receita advinda do mercado adulto. Sendo elas: Lupo e Scalina. A segunda segmentação diz respeito às companhias cujas receitas advêm mais de 65% do mercado adulto e 75% ou mais deste são advindas do gênero feminino. São representantes deste grupo: De Millus, Hope, Rosset, LDR e Hermès. A última divisão diz respeito às companhias cujas receitas advêm mais de 65% do mercado adulto e 75% ou mais deste são advindas do gênero masculino. São elas: Hannesbrands e Mash.

Definida assim a segmentação de mercado, podemos observar mais atentamente as companhias que concorrem diretamente com a Hering. Serão analisados aspectos operacionais e financeiros destas companhias, bem como de concorrentes de outros clusters que por ventura tenham balanço patrimonial divulgado no Diário Oficial da União. Além disso, serão revisados notícias e comunicados oficiais das companhias. A análise de aspectos operacionais levará em conta apenas o segmento de varejo de vestuário caso os grupos detentores destas companhias possuam outros negócios. Contudo, caso a receita de varejo de vestuário represente pelo menos 65% do resultado operacional da companhia, será incluída a análise de balanços destas companhias. Para análise dos aspectos operacionais serão observados os seguintes itens: número de marcas, distribuição da receita com os parâmetros trabalhados anteriormente, número de lojas, metragem de lojas, dispersão de lojas, vendas por loja e vendas por metro quadrado. Para análise dos aspectos financeiros, serão observados os indicadores financeiros indicadores de liquidez, atividade, margens financeiras, retorno, endividamento, alavancagem e imobilização do patrimônio líquido.

Antes de fazer uma análise do ponto de vista operacional, é preciso esclarecer que as análises apresentadas levam em conta apenas a receita bruta das empresas no segmento de vestuário utilizando dados das companhias ao invés dos utilizados para cálculo de participação de mercado fornecidos pela Euromonitor, de modo a diferenciar quais são as receitas dos grupos e de vestuários; exceto no caso da C&A, cuja receita disponível em fontes de informações alternativas não diferenciam demais unidades de negócio da companhia. Para tornar os dados comparáveis foram utilizados os dados de receitas brutas de franquias e lojas próprias da Hering, segregando as receitas de multicanal e venda online, as quais representam 47% e 1% das receitas da companhia respectivamente. Foram segregadas também as receitas provenientes de lojas fora do Brasil da Hering, dada a indisponibilidade dos dados na análise de quantidade de lojas e metragem das mesmas. Além do mais, os dados de metragem das redes C&A e Pernambucanas não são disponibilizados pelas companhias por se tratarem de empresas fechadas, sendo que a Pernambucanas é uma sociedade anônima.

Com base na Tabela 10, observa-se que a Renner, hoje, mantém a liderança do setor, sendo seguida por Guararapes, Pernambucanas, C&A, Marisa e, finalmente, Hering. Observa-se também uma diferença crucial nos modelos de negócios das companhias ao notarmos que a Hering possui muito mais lojas que as demais companhias. Nota-se ainda que Hering gere mais marcas que as demais companhias, das quais Hering Kids e PUC já possuem uma rede

considerável de lojas, 86 e 82 respectivamente. Além disso, é evidente a mudança de estratégia da Renner crescendo não apenas com a sua marca principal, mas crescendo com a aquisição da Camicado e desenvolvimento da Youcom, cujas redes de lojas já contam com 59 e 25 lojas respectivamente.

São 827 lojas contra 388 da Marisa, 303 da Pernambucanas, 278 da Renner, 261 da C&A e apenas 212 de Guararapes. Observa-se ainda que todas as demais companhias possuem mais de duzentas lojas e que a venda por loja varia de acordo com cada companhia, já, enquanto a Guararapes possui receita de R\$ 5.122 milhões com 257 lojas, a Hering possui receita de R\$ 2.019 milhões com quase três vezes mais lojas.

Parte desse efeito pode ser explicado pela diferença no tamanho das lojas; contudo, os dados de Pernambucanas e C&A não estão disponíveis. Observando o tamanho das lojas, notamos que a Hering possui lojas de área média de 121 m² no total e 140 m² na marca principal, enquanto a Marisa possui uma loja intermediária de 1.023 m² e Renner e Guararapes possuem um modelo de poucas, mas grandes lojas, 1.838 m² e 2.167 m² respectivamente. Interessante notar que as lojas da Camicado possuem um tamanho médio de 468 m² e, as da Youcom, 148 m², sendo esta muito semelhante à Hering.

Tabela 10 – Dados Operacionais das Empresas

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Receita Bruta - R\$ Mi | | | | | | | | |
| Renner | - | - | - | - | 3.845 | 4.585 | 5.223 | 6.232 |
| Guararapes | 2.442 | 2.616 | 2.760 | 2.943 | 3.293 | 3.771 | 4.488 | 5.122 |
| Pernambucanas | - | - | 3.512 | 3.912 | 4.237 | 4.508 | 4.843 | 5.043 |
| C&A | 4.090 | 4.367 | 3.442 | 3.725 | 4.071 | 4.357 | 4.658 | 4.931 |
| Marisa | - | - | 2.111 | 2.503 | 2.944 | 3.509 | 3.726 | 3.867 |
| Hering | 443 | 629 | 877 | 1.235 | 1.647 | 1.794 | 2.019 | 2.011 |
| Hering | 288 | 474 | 653 | 941 | 1.243 | 1.335 | 1.496 | 1.483 |
| Hering kids | - | - | 58 | 82 | 116 | 159 | 199 | 213 |
| PUC | 48 | 62 | 78 | 99 | 125 | 141 | 157 | 156 |
| Dzarm | 44 | 48 | 54 | 69 | 98 | 97 | 102 | 100 |
| Outros | 11 | 13 | 18 | 23 | 43 | 34 | 34 | 25 |

| | | | | | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Internacional | 52 | 33 | 15 | 21 | 21 | 27 | 32 | 35 |
| Quantidade de Lojas | | | | | | | | |
| Renner | 95 | 110 | 120 | 134 | 197 | 232 | 278 | 332 |
| Renner | 95 | 110 | 120 | 134 | 167 | 192 | 217 | 248 |
| Camicado | - | - | - | - | 30 | 40 | 46 | 59 |
| Youcom | - | - | - | - | - | - | 15 | 25 |
| Guararapes | 93 | 102 | 107 | 123 | 145 | 169 | 212 | 257 |
| Pernambucanas | 280 | - | 269 | 272 | 283 | 296 | 303 | 309 |
| C&A | - | 154 | 168 | 187 | 210 | 240 | 261 | 290 |
| Marisa | - | - | 227 | 277 | 336 | 368 | 407 | 416 |
| Hering | 248 | 311 | 365 | 443 | 530 | 638 | 760 | 827 |
| Hering | 181 | 230 | 276 | 347 | 432 | 515 | 592 | 640 |
| Hering kids | - | - | - | 2 | 5 | 27 | 70 | 86 |
| PUC | 44 | 59 | 74 | 78 | 76 | 78 | 80 | 82 |
| Dzarm | - | - | - | 1 | 1 | 1 | 1 | - |
| Hering for You | - | - | - | - | - | - | - | 2 |
| Tamanho das Lojas - m² | | | | | | | | |
| Renner | 2.142 | 2.088 | 2.081 | 2.050 | 1.699 | 1.647 | 1.569 | 1.466 |
| Renner | 2.142 | 2.088 | 2.081 | 2.050 | 1.904 | 1.882 | 1.894 | 1.838 |
| Camicado | - | - | - | - | 560 | 518 | 500 | 468 |
| Youcom | - | - | - | - | - | - | 147 | 132 |
| Guararapes | 2.477 | 2.529 | 2.595 | 2.557 | 2.513 | 2.447 | 2.311 | 2.167 |
| Marisa | - | - | 1.101 | 1.067 | 1.031 | 1.030 | 1.012 | 1.023 |
| Hering | 116 | 112 | 110 | 113 | 119 | 122 | 121 | 121 |
| Hering | 133 | 130 | 128 | 129 | 133 | 138 | 139 | 140 |
| Hering kids | - | - | - | 42 | 54 | 50 | 56 | 56 |
| PUC | 45 | 42 | 44 | 44 | 44 | 43 | 43 | 42 |
| Dzarm | - | - | - | 115 | 115 | 115 | 115 | - |
| Hering for You | - | - | - | - | - | - | - | 88 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Há de se chamar a atenção para o fato que para uma melhor análise de venda por loja e por metro quadrado foram utilizadas as médias dos números de lojas e as médias das áreas de vendas, pois a contabilização da receita se dá ao longo do ano e a mudança repentina na abertura de lojas pode distorcer os números, assim, para se aproximar o número médio efetivo de lojas, foram realizadas médias anuais nos dois itens citados anteriormente.

Há também de se observar que as novas lojas não possuem a mesma venda por loja e por metro quadrado que uma loja já estabelecida, de modo que o indicador de venda de mesmas lojas seja relevante, pois as companhias divulgam este número e inserem apenas as lojas que já possuem mais de um ano de operação.

Nota-se na Tabela 11, pois, que o tamanho da loja é fator preponderante para o indicador de receita por loja. Observamos que Renner, Guararapes, Pernambucanas e C&A possuem indicadores semelhantes, de modo que é plausível pensar que Pernambucanas e C&A também possuem estratégias de poucas e grandes lojas, pois, é improvável pensar que a venda por metro quadrado seja extremamente elevada para sustentar receitas por loja no patamar de R\$ 20 milhões por ano.

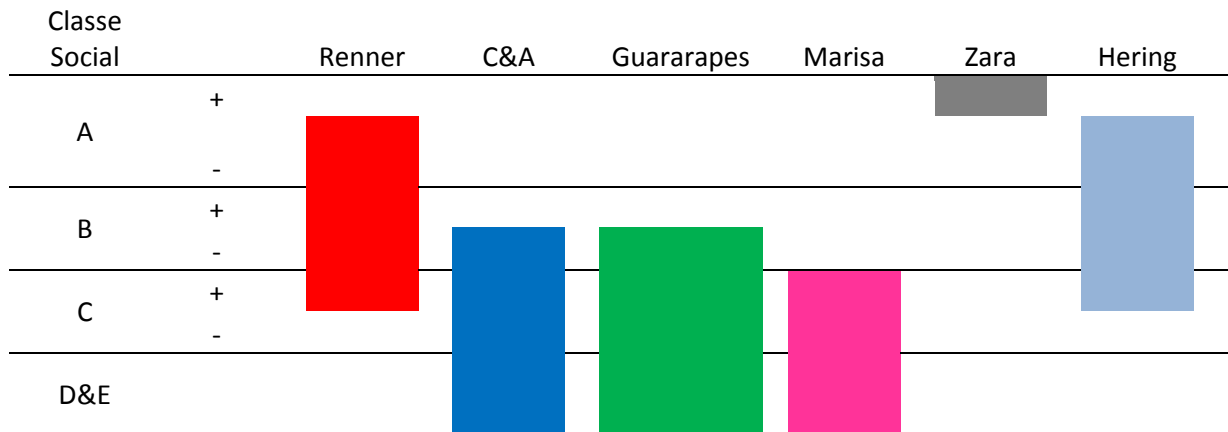
Tabela 11 – Receita por loja e por metro quadrado

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Receita por Quantidade de Lojas - R\$ mil | | | | | | | | |
| Renner | - | - | - | - | 23.230 | 21.373 | 20.482 | 20.432 |
| Guararapes | 27.283 | 26.831 | 26.408 | 25.594 | 24.573 | 24.019 | 23.559 | 21.844 |
| Pernambucanas | - | - | 15.493 | 17.218 | 18.185 | 19.040 | 20.042 | 20.932 |
| C&A | - | 28.358 | 21.380 | 20.983 | 20.509 | 19.364 | 18.595 | 17.899 |
| Marisa | - | - | 9.298 | 9.932 | 9.605 | 9.969 | 9.616 | 9.398 |
| Hering | 774 | 1.097 | 1.300 | 1.549 | 1.688 | 1.548 | 1.466 | 1.278 |
| Franquias | 835 | 1.087 | 1.268 | 1.529 | 1.662 | 1.474 | 1.395 | 1.174 |
| Lojas Próprias | 1.476 | 2.093 | 2.964 | 3.474 | 3.483 | 3.486 | 3.274 | 3.315 |
| Receita por m² - R\$ mil | | | | | | | | |
| Renner | - | - | - | - | 13 | 13 | 13 | 14 |
| Guararapes | 11 | 11 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Marisa | - | - | 8 | 8 | 8 | 9 | 9 | 9 |
| Hering | 7 | 10 | 12 | 14 | 15 | 13 | 12 | 11 |
| Franquias | 6 | 8 | 10 | 12 | 13 | 11 | 11 | 9 |
| Lojas Próprias | 9 | 16 | 19 | 23 | 24 | 23 | 22 | 21 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Um dos fatores que explica a diferença da venda por metro quadrado se dá pelo público atendido por cada uma das companhias. Observa-se na Ilustração 5 que Renner e Hering possuem acesso ao público das classes B+ e A-, enquanto Guararapes atende os públicos da classe E à B- e Marisa concorre na mesma faixa de renda que Guararapes, exceto B-. Contudo, ao analisarmos a venda por metro quadrado observamos que o acesso a um público de maior renda não altera significativamente este indicador no caso da Hering, pois a mesma vende R\$ 11 mil por metro quadrado, enquanto a Guararapes vende R\$ 10 mil por metro quadrado. Não obstante, nota-se que Renner possui um desempenho diferenciado das demais redes, com uma venda de R\$ 14 mil por metro quadrado, enquanto a Marisa, a qual atende um público de menor poder de compra, vende R\$ 9 mil por metro quadrado.

Ilustração 5 – Posicionamento das empresas nas classes sociais



Fonte: Renner

Além disso, as vendas por metro quadrado da Hering não são as mesmas de Renner pelo fato de que a companhia possui menos lojas em shoppings percentualmente em relação à Renner, fazendo com que o menor movimento dentro das lojas, decresça sua venda por loja e venda por metro quadrado. A Renner hoje possui apenas lojas em shoppings centers, sendo elas âncoras ou não, enquanto a Hering possui 57% das lojas em shoppings e as demais na rua. Além disso, a Hering, por ter mais lojas, possui uma maior exposição a mais cidades fora das capitais e regiões metropolitanas. Hoje, as lojas no interior são 61% do total de acordo com a empresa.

Ao analisar em uma perspectiva histórica conforme detalhado na Tabela 12, observamos que, de 2008 a 2011, Marisa e Hering continuamente cresceram acima do mercado de vestuário como um todo, enquanto Guararapes, Pernambucanas e C&A cresceram abaixo, havendo inclusive retração nas vendas da C&A; todavia, a partir de então, observamos uma mudança estrutural em termos de competição com a aceleração do crescimento de receitas da Renner e da Guararapes em patamares muito superiores ao do mercado como um todo, acompanhado do esgotamento do crescimento da Hering, a qual não apenas desempenhou abaixo do mercado, mas teve retração nominal de receita. Além disso, observamos que, embora continuem crescendo, C&A e Pernambucanas não conseguem fazer frente ao crescimento do mercado desde 2008.

Para explicar essa dinâmica, é preciso olhar primeiramente para a quantidade de lojas que cada uma das companhias vem abrindo, líquidas de fechamentos. Observamos que de 2011 em diante, o crescimento médio de 10 a 15 lojas por ano, de 2008 a 2010, de Renner e

de Guararapes ficou para trás e estas companhias passaram a abrir lojas de modo mais agressivo. A Renner adquiriu e desenvolveu novas marcas, bem como acelerou o plano de expansão da marca principal, abrindo entre 25 e 31 lojas por ano. A Guararapes manteve-se focada na marca Riachuelo e expandiu sua rede de lojas de modo mais acelerado em um processo gradual em que a empresa vinha abrindo menos de dez lojas e passou a um patamar próximo das vinte lojas para, nos últimos dois anos, acelerar e abrir mais de quarenta lojas por ano em 2013 e 2014. Este mesmo fenômeno pode ser observado na C&A, a qual passou a abrir um número próximo de 25 a 30 lojas por ano. No caso das Pernambucanas, observamos que a empresa passou a abrir mais lojas nos anos de 2011 e 2012, abrindo 11 e 13 lojas por ano respectivamente, porém o crescimento diminuiu para apenas um dígito desde então.

Na contramão das empresas detalhadas anteriormente, observamos Marisa e Hering. As duas companhias passaram por uma expansão grande de lojas e perderam o impulso no período recente. É importante observar que essas duas companhias, como visto anteriormente, possuem uma área de vendas por loja média menor que a das demais companhias, o que resulta em uma diferença no número de lojas abertas para alcançar os mesmos patamares de área total. Nota-se a Marisa instalando uma importante rede de lojas entre 2010 e 2011, abrindo mais de 50 lojas por ano e uma desaceleração entre 2012 e 2013 para o patamar de 35 lojas por ano aproximadamente e, em 2014, observa-se uma alteração de apenas nove lojas no tamanho da rede.

Já no caso de Hering, é possível notar que o modelo de franquias realmente levou a uma expansão da companhia acelerando o crescimento do número de lojas de um patamar de 50 a 60 lojas para 80 lojas e chegando ao pico de 122 lojas por ano. Contudo, 2014 mostrou uma desaceleração brusca com o crescimento de “apenas” 67 lojas. Ao olhar no detalhamento de marcas, observa-se que a companhia cresceu principalmente na rede de lojas de marca Hering e que o crescimento maior da PUC se deu em 2007 e 2008. Além disso, observa-se uma grande expansão da marca Hering Kids nos últimos três anos. Por último, cabe analisar que a companhia fechou a única loja da Dzarm e abriu duas novas lojas de uma nova marca da companhia, a Hering for You.

Para complementar a análise do crescimento da quantidade de lojas, é preciso olhar para venda por loja, mas, de modo a tornar a análise mais clara, é necessária a utilização do indicador de vendas de mesmas lojas incluindo apenas as lojas maduras, ou seja, com mais de um ano de operação, para não distorcer a análise quando da abertura de lojas no término de

um período. Assim, observamos que Renner e Guararapes vêm conseguindo manter um nível sempre positivo de crescimento nominal de vendas em mesmas lojas; contudo, em 2014, apenas a Renner manteve um crescimento de vendas em mesmas lojas de dois dígitos, enquanto a Guararapes apresentou dificuldades de manter o indicador positivo, efeito este semelhante ao observado em Marisa, o que suscita a dúvida se isso se deve a uma questão de diferenças de públicos. Olhando para Hering, observamos que a companhia vem tendo dificuldades de manter um bom desempenho de vendas em mesmas lojas nos últimos anos, diante de um crescimento expressivo da rede de lojas quando comparado com as demais varejistas. A companhia vem apresentando decréscimo nominal nos últimos três anos.

Com isso, explica-se a diferença de crescimento de receita entre as companhias nos últimos três anos, mas esta mesma análise traz a tona outro fato a cerca das companhias analisadas: a diminuição do tamanho de lojas entre as varejistas que adotam a estratégia de poucas e grandes lojas. Renner, Guararapes e Marisa vêm apresentando uma queda consistente no tamanho médio de lojas, o que demonstra que as novas lojas abertas são menores que aquelas que anteriormente estavam instaladas ou simplesmente menores que aquelas lojas que são fechadas. Isto é, para continuarem a crescer em número de lojas e em área, as companhias passaram a abrir lojas menores, aumentando sua dispersão geográfica.

Ao analisar as companhias do ponto de vista financeiro, é preciso ressaltar uma diferença extremamente relevante e que impacta diretamente o desempenho das companhias: o negócio financeiro. Renner, Guararapes e Marisa possuem receitas e resultados operacionais provenientes do negócio financeiro relevantes, de modo que as análises serão influenciadas por estes fatores; contudo, sempre que possível, será feita uma análise apenas do negócio de varejos, principalmente em termos de margens. Além disso, ressalta-se que a Guararapes possui um negócio de administração de shoppings, o qual administra o Midway Mall, localizado em Pernambuco. Além disso, nota-se que, pelo fato de Hering e Guararapes possuírem fábricas, seus indicadores também divergem, mesmo dentro do negócio de varejo. Por último, é importante ressaltar que todas as companhias possuem parte seu portfólio de produtos importados dada a incapacidade de produzir localmente determinados itens, o que afeta o desempenho destas companhias dadas as diferentes exposições à importação e à oscilação cambial.

Tabela 12 - Análise Histórica

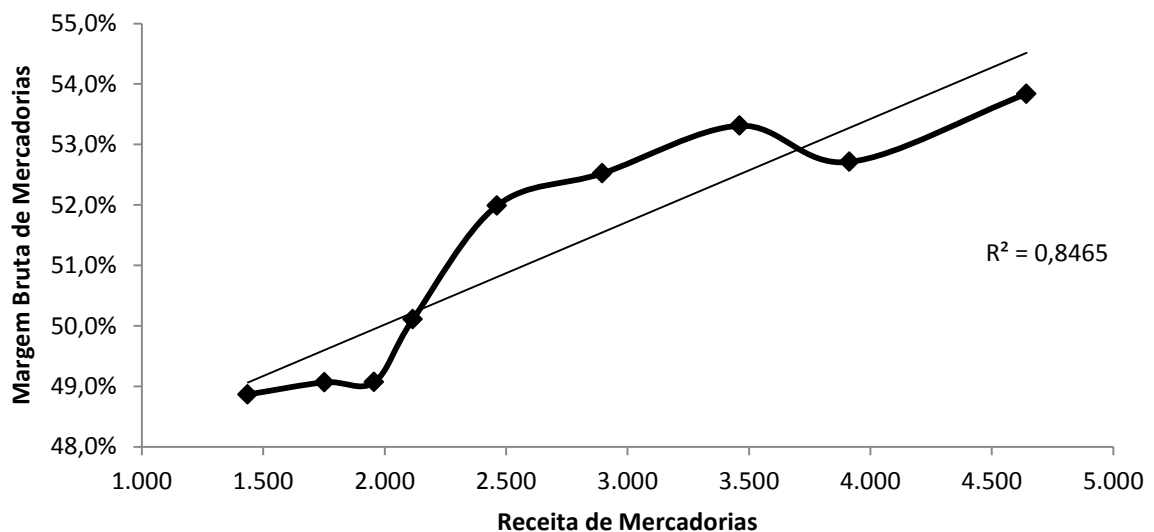
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Crescimento Nominal da Receita Bruta | | | | | | | |
| Renner | - | - | - | - | 19.2% | 13.9% | 19.3% |
| Guararapes | 7.1% | 5.5% | 6.7% | 11.9% | 14.5% | 19.0% | 14.1% |
| Pernambucanas | - | - | 11.4% | 8.3% | 6.4% | 7.4% | 4.1% |
| C&A | 6.8% | (21.2)% | 8.2% | 9.3% | 7.0% | 6.9% | 5.9% |
| Marisa | - | - | 18.6% | 17.6% | 19.2% | 6.2% | 3.8% |
| Hering | 42.1% | 39.4% | 40.8% | 33.4% | 8.9% | 12.6% | (0.4)% |
| Hering | 64.3% | 37.7% | 44.2% | 32.1% | 7.4% | 12.0% | (0.9)% |
| Hering kids | - | - | 40.8% | 41.6% | 36.2% | 25.5% | 7.1% |
| PUC | 29.2% | 26.5% | 26.1% | 26.6% | 13.1% | 10.9% | (0.7)% |
| Dzarm | 8.8% | 14.0% | 27.1% | 42.2% | (1.1)% | 5.0% | (2.2)% |
| Outros | 18.1% | 39.7% | 27.6% | 89.2% | (21.2)% | (0.2)% | (27.6)% |
| Internacional | (36.2)% | (53.3)% | 37.6% | 1.0% | 26.7% | 17.3% | 10.3% |
| Desempenho do Mercado | 12.3% | 8.1% | 13.6% | 9.9% | 6.6% | 9.3% | 2.7% |
| Crescimento do Número de Lojas | | | | | | | |
| Renner | 15 | 10 | 14 | 63 | 35 | 46 | 54 |
| Renner | 15 | 10 | 14 | 33 | 25 | 25 | 31 |
| Camicado | - | - | - | 30 | 10 | 6 | 13 |
| Youcom | - | - | - | - | - | 15 | 10 |
| Guararapes | 9 | 5 | 16 | 22 | 24 | 43 | 45 |
| Pernambucanas | - | - | 3 | 11 | 13 | 7 | 6 |
| C&A | - | 14 | 19 | 23 | 30 | 21 | 29 |
| Marisa | - | - | 50 | 59 | 32 | 39 | 9 |
| Hering | 63 | 54 | 78 | 87 | 108 | 122 | 67 |
| Hering | 49 | 46 | 71 | 85 | 83 | 77 | 48 |
| Hering kids | - | - | 2 | 3 | 22 | 43 | 16 |
| PUC | 15 | 15 | 4 | (2) | 2 | 2 | 2 |
| Dzarm | - | - | 1 | - | - | - | (1) |
| Hering for You | - | - | - | - | - | - | 2 |
| Vendas em Mesmas Lojas | | | | | | | |
| Renner | 2.7% | 1.4% | 10.3% | 7.2% | 8.8% | 5.8% | 11.1% |
| Guararapes | 4.9% | 4.6% | 8.2% | 2.8% | 5.2% | 7.3% | 1.4% |
| Marisa | - | 3.4% | 13.2% | 7.3% | 10.1% | 1.5% | 0.2% |
| Hering | 32.4% | 27.2% | 24.4% | 12.7% | (0.2)% | (0.6)% | (5.8)% |
| Mudança No Tamanho Médio | | | | | | | |
| Renner | (2.5)% | (0.4)% | (1.5)% | (17.1)% | (3.1)% | (4.7)% | (6.6)% |
| Renner | (2.5)% | (0.4)% | (1.5)% | (7.1)% | (1.2)% | 0.7% | (3.0)% |
| Camicado | - | - | - | - | (7.5)% | (3.5)% | (6.4)% |
| Youcom | - | - | - | - | - | - | (10.0)% |
| Guararapes | 2.1% | 2.6% | (1.5)% | (1.7)% | (2.6)% | (5.5)% | (6.3)% |
| Marisa | - | - | (3.1)% | (3.4)% | (0.1)% | (1.7)% | 1.1% |
| Hering | (3.7)% | (1.1)% | 2.4% | 5.3% | 2.4% | (0.9)% | (0.1)% |
| Hering | (2.7)% | (0.9)% | 0.6% | 3.1% | 3.4% | 1.0% | 0.4% |
| Hering kids | - | - | - | 28.9% | (6.5)% | 11.3% | (0.3)% |
| PUC | (6.2)% | 3.5% | (0.7)% | 0.1% | (1.2)% | (0.9)% | (2.6)% |
| Dzarm | - | - | - | - | - | - | - |
| Hering for You | - | - | - | - | - | - | - |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Segmentando a análise financeira primeiramente do ponto de vista das operações de mercadorias e varejo, incluindo as fábricas das companhias que porventura tenham fábricas, é possível notar quatro fatores: percentual de descontos e impostos sobre vendas de mercadorias. Observamos que Renner e Marisa possuem uma taxa próxima de 25%, quanto a Hering possui benefícios de ICMS, como mencionado anteriormente, que possibilita uma maior conversão de receita bruta em receita líquida.

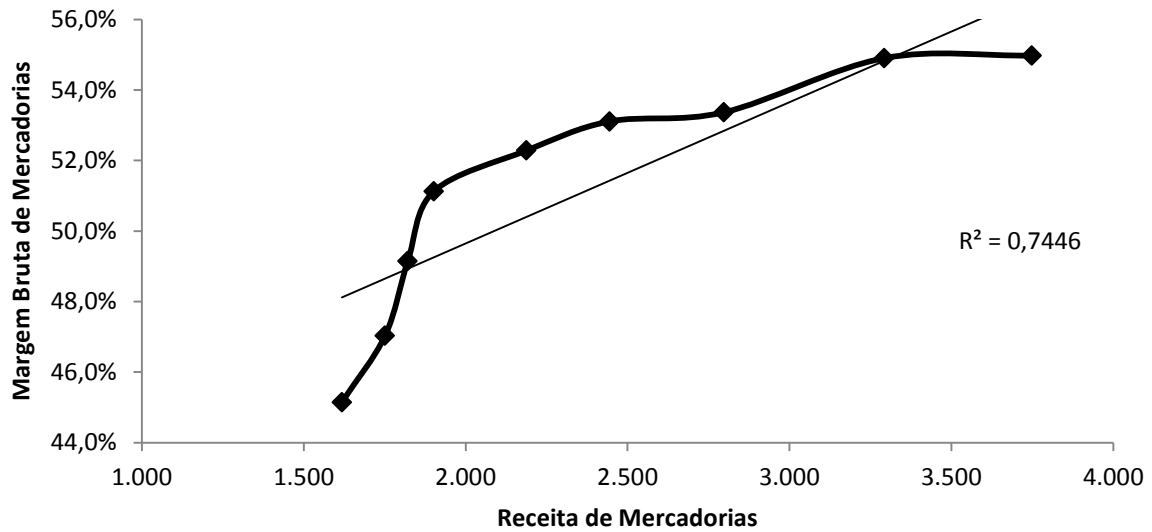
Em termos de margens, é possível levantar a hipótese de que Renner e Guararapes apresentam uma relação direta entre aumento de vendas e aumento de margens, como consequência da estratégia de poucas e grandes lojas. Pode-se ver nos Gráficos 11 e 12 que maiores vendas explicam 84% do aumento da margem bruta da Renner e 74% da Guararapes. Todavia, essa mesma relação não é observada nos negócios de Marisa e Hering dada a diferença de modelo de negócios de cada um.

Gráfico 11 – Correlação Margem e Receita Renner



Fonte: Elaborado pelo Autor

Gráfico 12 – Correlação Margem e Receita Guararapes



Fonte: Elaborado pelo Autor

Já em termos de margens operacionais, é preferível analisá-las do ponto de vista do EBITDA, dado que empresas diferentes possuem depreciações diferentes e estas não possuem efeito caixa, causando potenciais diferenças em termos de análise. Observa-se na Tabela 13 que Hering é, por uma larga margem, a empresa de maior margem EBITDA de mercadoria. Isso só é possível diante do fato que a companhia não possui o gerenciamento de muitas das suas lojas, dado seu modelo de franquia, necessitando uma menor despesa geral e administrativa para gerir a companhia. Além disso, a companhia investe menos em despesas de vendas proporcionalmente a receita, principalmente pelo fato de não pagar comissões e outras despesas das lojas. Esse é um dos pilares da estratégia da companhia: operar do modo mais rentável no segmento de vestuário.

Tabela 13 - Análise do Negócio de Varejo

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Receita Bruta de Varejo - R\$ milhões | | | | | | | | | |
| Renner | | | | | | 3,845 | 4,585 | 5,223 | 6,232 |
| Guararapes | - | 2,442 | 2,616 | 2,760 | 2,943 | 3,293 | 3,771 | 4,488 | 5,122 |
| Pernambucanas | - | - | - | 3,512 | 3,912 | 4,237 | 4,508 | 4,843 | 5,043 |
| Marisa | - | - | - | 2,111 | 2,503 | 2,944 | 3,509 | 3,726 | 3,867 |
| Hering | - | 443 | 629 | 877 | 1,235 | 1,647 | 1,794 | 2,019 | 2,011 |
| Receita Líquida de Varejo – R\$ milhões | | | | | | | | | |
| Renner | 1,436 | 1,752 | 1,956 | 2,116 | 2,463 | 2,897 | 3,462 | 3,914 | 4,643 |
| Guararapes | 1,618 | 1,751 | 1,821 | 1,902 | 2,188 | 2,445 | 2,798 | 3,293 | 3,748 |
| Marisa | - | - | - | 1,426 | 1,701 | 1,989 | 2,399 | 2,515 | 2,595 |
| Hering | - | 369 | 515 | 721 | 1,013 | 1,353 | 1,491 | 1,680 | 1,678 |
| Descontos e Impostos sobre Vendas | | | | | | | | | |
| Renner | | | | | | 24.7% | 24.5% | 25.1% | 25.5% |
| Guararapes | | 28.3% | 30.4% | 31.1% | 25.7% | 25.8% | 25.8% | 26.6% | 26.8% |
| Marisa | | | | 32.4% | 32.0% | 32.4% | 31.6% | 32.5% | 32.9% |
| Hering | | 16.6% | 18.2% | 17.8% | 17.9% | 17.9% | 16.9% | 16.8% | 16.5% |
| Margem Bruta de Varejo | | | | | | | | | |
| Renner | 48.9% | 49.1% | 49.1% | 50.1% | 52.0% | 52.5% | 53.3% | 52.7% | 53.8% |
| Guararapes | 45.1% | 47.0% | 49.1% | 51.1% | 52.3% | 53.1% | 53.4% | 54.9% | 55.0% |
| Marisa | - | - | - | 52.2% | 52.5% | 52.4% | 49.9% | 47.1% | 47.3% |
| Hering | 39.8% | 39.4% | 46.3% | 47.3% | 49.5% | 48.5% | 45.5% | 45.2% | 43.7% |
| Margem Operacional de Varejo | | | | | | | | | |
| Renner | 9.2% | 11.1% | 8.8% | 9.3% | 11.8% | 12.1% | 12.0% | 12.3% | 12.9% |
| Marisa | - | - | - | 10.0% | 11.4% | 9.7% | 9.5% | 3.6% | 1.6% |
| Hering | 11.8% | 5.4% | 17.5% | 18.7% | 25.0% | 27.0% | 25.0% | 24.1% | 21.3% |
| Margem EBITDA | | | | | | | | | |
| Renner | 11.9% | 14.0% | 12.0% | 12.8% | 14.9% | 15.5% | 15.9% | 16.6% | 17.5% |
| Marisa | - | - | - | 14.4% | 15.3% | 13.6% | 13.4% | 6.4% | 3.5% |
| Hering | 14.6% | 8.1% | 20.5% | 22.3% | 27.3% | 29.1% | 27.3% | 26.1% | 23.6% |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Observando em termos de liquidez das companhias de varejo de modo consolidado, é possível observar que a Hering tende a manter níveis mais elevados de liquidez em todas as linhas, seja por meio de um caixa elevado, seja por meio da gestão do capital de giro. Observa-se também que a menor liquidez de Pernambucanas e principalmente a liquidez imediata da companhia. Além disso, é importante observar que Guararapes e Pernambucanas são as duas únicas empresas que, em algum dado momento, apresentou liquidez seca menor

que um, denotando que os direitos da empresa de curto prazo não fazem frente ao passivo circulante da companhia se eliminados os estoques.

Tabela 14 - Indicadores de Liquidez

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Liquidez Imediata | | | | | | | | | |
| Renner | 0.36 | 0.30 | 0.21 | 0.42 | 0.70 | 0.55 | 0.40 | 0.41 | 0.41 |
| Guararapes | 0.55 | 0.40 | 0.14 | 0.12 | 0.47 | 0.33 | 0.46 | 0.33 | 0.34 |
| Pernambucanas | - | 0.27 | 0.34 | 0.18 | 0.28 | 0.24 | 0.29 | 0.28 | 0.19 |
| Marisa | - | 0.64 | 0.65 | 0.69 | 0.55 | 0.87 | 0.47 | 0.37 | 0.55 |
| Hering | 0.04 | 0.81 | 0.52 | 0.57 | 0.44 | 0.71 | 0.61 | 0.45 | 0.58 |
| Liquidez Corrente | | | | | | | | | |
| Renner | 1.32 | 1.26 | 1.36 | 1.47 | 1.92 | 1.92 | 1.45 | 1.55 | 1.72 |
| Guararapes | 2.01 | 1.98 | 1.59 | 1.67 | 2.35 | 2.38 | 2.38 | 2.11 | 2.17 |
| Pernambucanas | - | 1.30 | 1.26 | 1.04 | 1.23 | 1.31 | 1.31 | 1.35 | 1.29 |
| Marisa | - | 1.79 | 1.98 | 2.15 | 1.49 | 2.30 | 2.78 | 2.46 | 2.13 |
| Hering | 1.28 | 1.94 | 1.87 | 2.35 | 2.36 | 2.85 | 2.70 | 2.99 | 3.23 |
| Liquidez Seca | | | | | | | | | |
| Renner | 1.17 | 1.10 | 1.13 | 1.26 | 1.63 | 1.55 | 1.18 | 1.29 | 1.42 |
| Guararapes | 1.53 | 1.37 | 0.95 | 1.17 | 1.72 | 1.70 | 1.84 | 1.66 | 1.70 |
| Pernambucanas | - | 0.97 | 1.00 | 0.87 | 1.05 | 1.11 | 1.11 | 1.14 | 1.11 |
| Marisa | - | 1.56 | 1.74 | 1.86 | 1.26 | 1.92 | 2.17 | 1.96 | 1.73 |
| Hering | 0.95 | 1.62 | 1.49 | 1.84 | 1.63 | 2.07 | 2.03 | 2.04 | 2.28 |
| Liquidez Geral | | | | | | | | | |
| Renner | 1.66 | 1.57 | 1.78 | 1.82 | 1.71 | 1.63 | 1.53 | 1.49 | 1.54 |
| Guararapes | 2.74 | 2.99 | 3.02 | 2.95 | 2.60 | 2.54 | 2.47 | 2.47 | 2.15 |
| Pernambucanas | - | 1.37 | 1.26 | 1.19 | 1.22 | 1.22 | 1.21 | 1.21 | 1.23 |
| Marisa | - | 1.63 | 1.61 | 1.88 | 1.66 | 1.54 | 1.74 | 1.76 | 1.64 |
| Hering | 1.07 | 1.67 | 1.60 | 2.21 | 2.40 | 2.79 | 2.97 | 3.32 | 4.02 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Da análise dos indicadores de atividade, na Tabela 15, é possível observar que as empresas conseguem operar com um giro de ativo em um níveis próximos de 1 a 1,2 vezes e que Hering conseguiu crescer sua receita mais que seu ativo durante uma grande fase no início dos anos 2010. Além disso, é possível notar que o giro do ativo de Guararapes é mais lento que o das demais companhias.

Olhando em termos de prazos médio de recebimentos, é possível notar que todas as empresas possuem pelo menos três meses para receber, chegando ao limite cinco meses e meio da Pernambucanas. Observa-se que, enquanto a Guararapes vem ampliando o seu prazo de recebimento, a Marisa vive situação contrária, saindo de mais de nove meses para pouco mais de três meses de prazo médio.

Tabela 15 - Indicadores de Atividade

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Giro do Ativo | | | | | | | | | |
| Renner | 1.1 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| Guararapes | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| Pernambucanas | - | 3.4 | 1.6 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| Marisa | - | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| Hering | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 1.0 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.2 |
| Prazo Médio de Recebimento | | | | | | | | | |
| Renner | 135 | 121 | 122 | 118 | 112 | 109 | 111 | 122 | 126 |
| Guararapes | 82 | 83 | 80 | 90 | 106 | 115 | 122 | 126 | 140 |
| Pernambucanas | - | 35 | 69 | 110 | 142 | 154 | 157 | 160 | 168 |
| Marisa | - | 280 | 221 | 203 | 179 | 162 | 138 | 126 | 123 |
| Hering | 95 | 102 | 103 | 99 | 95 | 91 | 98 | 100 | 108 |
| Prazo Médio de Pagamento | | | | | | | | | |
| Renner | - | 59 | 48 | 47 | 56 | 60 | 60 | 59 | 58 |
| Guararapes | 74 | 81 | 50 | 45 | 46 | 38 | 33 | 30 | 26 |
| Pernambucanas | - | - | 99 | 121 | 135 | 155 | 188 | 246 | 229 |
| Marisa | - | 52 | 41 | 43 | 49 | 41 | 38 | 39 | 37 |
| Hering | - | 38 | 28 | 29 | 53 | 56 | 56 | 51 | 53 |
| Prazo Médio de Estoques | | | | | | | | | |
| Renner | 58 | 53 | 61 | 66 | 72 | 87 | 95 | 94 | 94 |
| Guararapes | 93 | 104 | 132 | 138 | 127 | 140 | 136 | 121 | 133 |
| Pernambucanas | - | 65 | 59 | 65 | 64 | 64 | 72 | 93 | 88 |
| Marisa | - | 70 | 54 | 55 | 67 | 75 | 81 | 78 | 73 |
| Hering | 76 | 80 | 86 | 79 | 100 | 107 | 96 | 100 | 114 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Observa-se que em termos de pagamento, que este não é expandido proporcionalmente ao aumento de receita, mas, muitas vezes, reduz exponencialmente dado o efeito de maior aceleração de mercadorias nas cadeias de suprimento e necessidades de menores lotes e mais frequentes, havendo mais pagamentos. Contudo, o que mais chama a atenção é o prazo médio de pagamento da Pernambucanas, a qual, como comentado anteriormente, possui uma

situação de baixa liquidez de modo que é plausível pensar que a empresa não está alongando seus prazos, mas, na verdade, a empresa não está pagando seus fornecedores.

Já em termos de prazo médio de estoques, nota-se que todas as companhias mantêm pelo menos dois meses de estoque, o que é extremamente perigoso em um país com grande variabilidade de temperaturas, já que esta afeta no negócio de varejo de vestuário. Além disso, os estoques elevados possuem riscos dada a velocidade do ciclo da moda e o risco de coleções, as quais necessitam de grandes descontos para serem liquidadas.

Em termos de margens, conforme detalhado na Tabela 16, observa-se há diferenças grandes entre as margens brutas de Renner, dado que a empresa possui um forte negócio financeiro e este impacto se dá em todas as linhas de resultado da companhia. É possível observar que as margens brutas de vestuário são sempre mais elevadas quando se olha apenas para a parte de vestuário que no consolidado, mas que a margem operacional da companhia consolidada é sempre mais elevada que aquela mostrada na análise de margens apenas de varejo. Isso se dá pelo baixo nível de despesas que a financeira da empresa incorre e ao compartilhamento de estrutura de ambas as empresas, tanto em termos administrativos, quanto em termos de ponto de vendas.

Tabela 16 - Indicadores de Margens Financeiras

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Margem Bruta | | | | | | | | | |
| Renner | 49.0% | 51.2% | 53.2% | 54.1% | 56.0% | 56.9% | 57.7% | 57.3% | 58.5% |
| Guararapes | 46.8% | 47.6% | 50.9% | 56.6% | 57.2% | 57.4% | 58.4% | 59.4% | 61.4% |
| Pernambucanas | - | 35.8% | 34.3% | 38.3% | 41.5% | 40.8% | 44.2% | 52.7% | 52.9% |
| Marisa | - | 48.7% | 43.2% | 46.7% | 49.9% | 49.2% | 49.0% | 46.4% | 46.8% |
| Hering | 39.8% | 39.4% | 46.3% | 47.3% | 49.5% | 48.5% | 45.5% | 45.2% | 43.7% |
| Margem Operacional | | | | | | | | | |
| Renner | 9.5% | 12.0% | 10.1% | 10.9% | 14.7% | 14.6% | 14.5% | 14.9% | 15.4% |
| Guararapes | 2.7% | (1.8)% | (1.3)% | 11.5% | 17.4% | 15.7% | 14.2% | 14.1% | 13.4% |
| Pernambucanas | - | 6.4% | 4.4% | 7.2% | 7.5% | 5.8% | 8.1% | 7.5% | 8.2% |
| Marisa | - | 6.3% | 8.5% | 11.3% | 13.8% | 11.8% | 12.4% | 6.7% | 5.8% |
| Hering | 11.8% | 5.4% | 17.5% | 18.7% | 25.0% | 27.0% | 25.0% | 24.1% | 21.3% |
| Margem Líquida | | | | | | | | | |
| Renner | 6.4% | 7.8% | 7.4% | 8.0% | 11.2% | 10.4% | 9.2% | 9.3% | 9.0% |
| Guararapes | 11.0% | 8.9% | 7.2% | 9.8% | 13.0% | 11.9% | 10.3% | 10.3% | 10.2% |
| Pernambucanas | - | 3.3% | 1.7% | 3.2% | 4.6% | 4.0% | 4.0% | 3.5% | 3.4% |
| Marisa | - | 3.8% | 3.2% | 8.0% | 10.1% | 7.2% | 8.0% | 2.8% | 1.5% |
| Hering | 2.1% | 5.0% | 7.3% | 19.1% | 20.9% | 22.0% | 20.9% | 18.9% | 19.0% |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Observa-se ainda que Renner e Guararapes venham operando com margens brutas próximas de 60%, enquanto as demais companhias estão mais próximas do patamar de 50%; Contudo, a situação não é a mesma quando se olha para as margens operacionais. Hering, pela sua estrutura de despesas e modelo de negócio diferenciado, consegue manter uma margem operacional mais elevada que as demais. Na última linha, observa-se o efeito de dos impostos e do resultado financeiro conjuntamente. Hering, por não possuir dívida líquida, consegue obter uma defasagem de apenas dois pontos percentuais entre a margem operacional e líquida, dada sua receita financeira de rendimento de caixa, além de possuir diversos benefícios fiscais. Observa-se também que a Guararapes possui grandes benefícios em termos de pagamento de imposto de renda, já que a alíquota marginal da companhia, na média é de apenas 22%. Hering e Marisa também possuem benefícios que mantêm suas alíquotas marginais abaixo dos 25%, enquanto a Renner apresenta 33% de alíquota marginal e as Lojas Pernambucanas possui mais de 40%.

Observa-se que a maior utilização de dívida por parte de Renner, Pernambucanas e Marisa deprecia seus lucros líquidos, enquanto companhias como Guararapes e Hering conseguem manter a última linha bastante positiva.

Tabela 17 - Indicadores de Endividamento

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|
| Endividamento Financeiro | | | | | | | | | |
| Renner | 37% | 37% | 37% | 33% | 39% | 42% | 50% | 54% | 51% |
| Guararapes | 0% | 0% | 7% | 6% | 17% | 20% | 20% | 17% | 24% |
| Pernambucanas | 0% | 36% | 66% | 54% | 61% | 67% | 67% | 68% | 63% |
| Marisa | 0% | 49% | 40% | 26% | 41% | 53% | 43% | 42% | 50% |
| Hering | 86% | 31% | 35% | 17% | 9% | 5% | 3% | 3% | 3% |
| Endividamento de Curto Prazo | | | | | | | | | |
| Renner | 100% | 100% | 93% | 92% | 43% | 21% | 51% | 41% | 29% |
| Guararapes | 100% | 100% | 100% | 100% | 19% | 24% | 24% | 30% | 21% |
| Pernambucanas | 0% | 26% | 56% | 89% | 63% | 56% | 54% | 54% | 51% |
| Marisa | 0% | 65% | 61% | 62% | 88% | 30% | 12% | 13% | 32% |
| Hering | 23% | 59% | 58% | 48% | 52% | 34% | 99% | 21% | 100% |
| Cobertura de Juros | | | | | | | | | |
| Renner | 21 | 16 | (53) | (34) | (15) | (171) | 11 | 10 | 9 |
| Guararapes | (0) | 0 | 0 | (19) | 243 | 37 | 25 | 16 | 21 |
| Pernambucanas | - | 6 | 2 | 4 | (23) | (10) | 6 | 5 | 4 |
| Marisa | - | 2 | 2 | 12 | 14 | 5 | 5 | 2 | 1 |
| Hering | 2 | 1 | 2 | (3) | (25) | (12) | (10) | (14) | (10) |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Sobre a Tabela 17, é preciso pontuar que existe uma diferença importante entre o endividamento das companhias no que diz respeito a prazos. Marisa e Renner possuem uma concentração de 30% da dívida bruta no curto prazo; contudo, Pernambucanas, além de ser mais endividada, possui mais obrigações de curto prazo, de modo que a companhia deve apresentar menor crescimento que as demais companhias, pois, além de possuir mais dívidas, a companhia possui menores margens operacionais.

Tabela 18 - Indicadores de Retorno

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Retorno sobre Ativos | | | | | | | | | |
| Renner | 8% | 11% | 10% | 10% | 13% | 12% | 12% | 11% | 11% |
| Guararapes | 2% | -1% | -1% | 8% | 12% | 11% | 10% | 10% | 9% |
| Pernambucanas | 0% | 14% | 5% | 6% | 5% | 4% | 5% | 5% | 5% |
| Marisa | 0% | 11% | 6% | 10% | 12% | 10% | 12% | 6% | 6% |
| Hering | 3% | 24% | 11% | 14% | 26% | 27% | 25% | 24% | 21% |
| Retorno sobre Patrimônio Líquido | | | | | | | | | |
| Renner | 18% | 27% | 25% | 24% | 33% | 31% | 29% | 29% | 28% |
| Guararapes | 17% | 14% | 10% | 13% | 19% | 17% | 15% | 16% | 16% |
| Pernambucanas | 0% | 40% | 13% | 33% | 37% | 24% | 22% | 17% | 17% |
| Marisa | 0% | 8% | 9% | 21% | 27% | 21% | 24% | 8% | 5% |
| Hering | 21% | 12% | 14% | 43% | 47% | 48% | 42% | 38% | 32% |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Todos estes indicadores se resumem, pois, nos índices de retorno explicitados na Tabela 18. Com foco principalmente no retorno sobre o ativo, podemos observar a qualidade das operações de Hering e Renner. As duas companhias geram grandes retornos sobre os ativos, principalmente Hering, pelo fato de que ela possui menos ativos que as demais companhias, já que uma parte importante dos ativos das lojas esta com os franqueados. Já Renner, por meio de uma operação bem executada em termos de capital de giro e uma estrutura de capital equilibrada, consegue obter o maior retorno sobre patrimônio líquido.

Assim conclui-se a análise de rivalidade observando que Renner é uma companhia com poucas e grandes lojas com uma grande venda por metro quadrado, as mais elevadas margens brutas pelo ganho de escala, com uma estrutura de capital adequada, uma gestão de caixa mais ousada que a maioria das outras empresas, mas que não coloca a empresa em risco. Além disso, a companhia promove o crescimento por meio da abertura de mais lojas de sua própria marca, assim como cresce de modo orgânico e inorgânico por meio da Camicado e da Youcom. Isso tudo leva a empresa a obter um crescimento diferenciado na empresa e a gerar um retorno elevado para seu acionista, tornando-se, por meio de uma boa execução, a maior empresa do setor.

Guararapes é a companhia de menor quantidade de lojas e com maiores vendas por loja. Embora a companhia não possua a maior margem bruta provinda de mercadorias, a companhia possui a maior margem bruta operacional, dada sua exposição às unidades de

negócio de incorporação de shopping center e financeira. A companhia segue crescendo em quantidade de pontos de venda, embora as vendas em mesmas lojas estejam desacelerando e já não fazem frente à inflação. A companhia, assim como a Hering, desde 2010 vem experimentando uma redução de tamanho médio das lojas no intuito de abrir ainda mais lojas, mas menores. A companhia; contudo segue com um grande desafio de gestão de caixa dado o grande prazo de pagamento e prazo médio de estoques da companhia, superiores a qualquer outro competidor. Isso se reflete na sua liquidez imediata, a menor entre as empresas listadas. A Guararapes é uma das empresas mais beneficiadas em termos de imposto, tanto em vendas, quanto em lucros.

Pernambucanas adota uma estratégia similar de Renner e Hering de poucas, mas grandes lojas, porém sua operação difere das demais, na medida em que a companhia possui alto endividamento de curto prazo, o qual não possibilita que a empresa cresça no mesmo patamar de seus competidores. A companhia possui margens operacionais muito mais baixas que Renner e Guararapes pela menor margem bruta e pelas menores margens operacionais. Além disso, é possível pensar que a Pernambucanas está se tornando insolvente diante de seu elevado endividamento, baixa liquidez e expansão de dias de pagamento aos fornecedores.

Já Marisa é uma empresa que adota uma estratégia diferente das demais com lojas sensivelmente menores que das demais companhias e seu crescimento vem desacelerando consistentemente tanto na quantidade de lojas abertas, bem como em vendas mesmas lojas, que hoje já é próximo de zero. O crescimento acelerado cobrou o preço e a companhia hoje possui as menores margens operacionais e EBITDA de mercadorias. Crescimento este que foi financiado em parte por dívida que hoje já não possui a mesma cobertura que as demais companhias, dada a desaceleração do resultado operacional. A companhia hoje possui as menores margens operacionais também no consolidado, dada sua elevada despesa com vendas em relação às receitas de mercadorias para sustentar um venda por loja em desaceleração. A companhia, por outro lado, carrega menos estoques que suas concorrentes e observa seu prazo médio de recebimento sendo reduzido ano após ano.

Observa-se C&A com um modelo semelhante ao de Renner, Guararapes e Pernambucanas com uma venda por loja extremamente elevada. A companhia, que é a única estrangeira dentre as companhias analisadas segue abrindo cerca de 20 a 30 lojas por ano, contudo as vendas por lojas não vêm sustentando um crescimento no mesmo patamar do

mercado, fazendo com que a mesma perca participação consistentemente para Marisa e Hering até 2011 e para Renner e Guararapes a partir de 2012.

Por último, nota-se que a Hering, com um modelo de negócios completamente diferente dos demais competidores, sustenta uma quantidade de lojas muito maior, mas menores que as dos demais concorrentes. A companhia vem observando um crescimento substancial na abertura de lojas e aumento do portfólio de marcas, como a Hering Kids, PUC, DZARM e Hering for You. A companhia vem perdendo vendas em mesmas lojas, por conta da maior dificuldade de gerenciamento das franqueadas e pelo fato de que as lojas possuem características distintas de vendas por metro quadrado pela localização fora de shoppings centers, pela diversidade regional e pela menor quantidade de atendimentos por loja, mesmo que este seja parcialmente compensado pelo ticket médio mais elevado. A Hering ainda desenvolveu novas linhas fora das lojas próprias e franquias, desenvolvendo o canal de multimarcas, que já representa quase 50% de sua receita.

Contudo, mesmo a Hering decrescendo enquanto as demais crescem, a companhia segue com margens operacionais de varejo muito mais elevadas que as demais, dado seu baixo desembolso com despesas gerais e administrativas. A companhia segue uma gestão de caixa conservadora, chegando a ter caixa líquido, o que ajuda a ter uma margem líquida ainda maior que das demais companhias.. Com tudo isso em conta, observamos a companhia gerando um retorno sobre os ativos acima de qualquer competidor por uma larga vantagem.

6.2.2. Ameaça de novos entrantes

Em se tratando de entrantes no mercado, é preciso compreender os competidores estrangeiros. Segundo informações da mídia, três grandes empresas estão se instalando no Brasil e mais uma deve chegar ao país após 2016 conforme demonstrado na Tabela 19.

Tabela 19 - Quantidade de Lojas de Novos Entrantes

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|------------|------|------|------|------|------|------|
| Topshop | 1 | 4 | 2 | | | |
| Gap | - | 2 | 10 | 12 | | 15 |
| Forever 21 | - | - | 11 | 27 | | |
| Desigual | - | - | - | 3 | | |

Fonte: Elaborado pelo Autor

A Topshop desembarcou no Brasil em 2012 com três lojas na cidade de São Paulo e um contrato com a administradora de shoppings centers Iguatemi de dez anos, mas o ambiente competitivo difícil e o elevado aluguel cobrado pela parceira fizeram que a companhia acumulasse dívidas superiores à R\$ 1 milhão, colocando em perigo a operação no Brasil, a qual ainda não possui definição se terá as demais lojas fechadas. A Companhia, em 2014, tinha planos de levar a marca para Curitiba, mas os planos estão suspensos. A SAR Comércio e Vestuário e Acessórios administra as operações da companhia no Brasil com 100% do portfólio importado, obrigando a companhia a se limitar aos shoppings centers premiums e com preços elevados, estratégia semelhante àquela adotada pela Inditex, controladora da Zara, quando chegou ao país 1999 e hoje conta com apenas 52 lojas.

A Forever 21 é uma empresa americana privada cujos dados não são divulgados; contudo, a empresa vem apresentando crescimento de acordo com a imprensa. A empresa possui a proposta de grandes e muitas lojas com preços agressivos e giro elevado. A companhia recém chegou ao país e já deve alcançar 27 lojas em 2015. De acordo com a imprensa; contudo, é improvável que a companhia mantenha os preços praticados em território brasileiro, pois, nos níveis atuais, é pouco provável que a operação seja superavitária, de modo que se espera uma elevação e reposicionamento da companhia para o mercado premium; todavia, há de se observar que a companhia ainda não tomou estas ações,

mesmo com um câmbio mais desvalorizado e a companhia possuindo 100% do seu portfólio sendo importado.

Já a Gap chegou ao país em 2013 por meio do franqueado Blue Bird, holding controladora do grupo GEP, responsável pelas operações das varejistas Emme, Cori e Luigi Bertoli. Os administradores brasileiros são experientes e tiveram passagens por outras multinacionais de vestuário e optaram por trazer a marca americana para o Brasil com o posicionamento Premium, com preços 30% maior que nos Estados Unidos, colocando estes acima do patamar de preços da Inditex no país. Contudo, a vinda da GAP no Brasil se dá como parte de uma estratégia que busca a sobrevivência da companhia, a qual está observando a entrada das maiores empresas de varejo de vestuário do mundo em seu território, nos Estados Unidos. Além disso, foi em sua terra natal que a Forever 21 ganhou espaço e, junto de Inditex, H&M e Fast Retailing. A GAP projeta abrir 15 lojas até 2015 no país.

Em nível mundial, observa-se que a GAP é uma das maiores empresas do mundo de vestuário, gerenciando as marcas Gap, Old Navy, Banana Republic, Piperlime, Athleta e Intermix. Como pode ser visto na Tabela , a marca GAP representa 37,5% da receita e 43% das unidades de venda, a marca Old Navy representa 40,3% da receita e 32,2% da quantidade de lojas, a marca Banana Republic representa 17,8% da receita e 20,3% das lojas. A GAP é a marca principal da companhia e leva o tradicionalismo da empresa, enquanto a Old Navy é a linha de fast fashion da companhia.

Tabela 20 - Dados Operacionais da GAP

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Quantidade de Lojas | | | | | | | | | |
| GAP Am. Norte | 1,293 | 1,249 | 1,193 | 1,152 | 1,111 | 1,043 | 990 | 968 | 960 |
| GAP Ásia | 168 | 173 | 173 | 178 | 184 | 193 | 191 | 228 | 266 |
| GAP Europa | <u>105</u> | <u>110</u> | <u>113</u> | <u>120</u> | <u>135</u> | <u>152</u> | <u>198</u> | <u>193</u> | <u>189</u> |
| GAP | 1,566 | 1,532 | 1,479 | 1,450 | 1,430 | 1,388 | 1,379 | 1,389 | 1,415 |
| Old Navy Am. Norte | 1,012 | 1,059 | 1,067 | 1,039 | 1,027 | 1,016 | 1,010 | 1,004 | 1,013 |
| Old Navy Ásia | = | = | = | = | = | = | <u>1</u> | <u>18</u> | <u>43</u> |
| Old Navy | 1,012 | 1,059 | 1,067 | 1,039 | 1,027 | 1,016 | 1,011 | 1,022 | 1,056 |
| Banana Republic Am. Norte | 521 | 555 | 573 | 576 | 576 | 581 | 590 | 596 | 610 |
| Banana Republic Ásia | 13 | 21 | 27 | 27 | 29 | 31 | 38 | 43 | 44 |
| Banana Republic Europa | = | = | <u>3</u> | <u>3</u> | <u>5</u> | <u>10</u> | <u>10</u> | <u>11</u> | <u>11</u> |
| Banana Republic | 534 | 576 | 603 | 606 | 610 | 622 | 638 | 650 | 665 |
| Athleta Am. Norte | - | - | - | - | 1 | 10 | 35 | 65 | 101 |
| Piperlime Am. Norte | - | - | - | - | - | - | 1 | 1 | 1 |
| Intermix Am. Norte | = | = | = | = | = | = | <u>31</u> | <u>37</u> | <u>42</u> |
| Total de Lojas Próprias | 3,112 | 3,167 | 3,149 | 3,095 | 3,068 | 3,036 | 3,095 | 3,164 | 3,280 |
| Franquias | = | = | <u>114</u> | <u>136</u> | <u>178</u> | <u>227</u> | <u>312</u> | <u>375</u> | <u>429</u> |
| Total de Lojas | 3,112 | 3,167 | 3,263 | 3,231 | 3,246 | 3,263 | 3,407 | 3,539 | 3,709 |

Fonte: GAP

A empresa, como pode se observar, cresceu sua rede de lojas cerca de 20% desde 2006 com uma contração da marca Gap de 1.566 para 1.415 lojas, sendo que a companhia fechou mais lojas que abriu na América do Norte, origem da companhia, e passou a abrir lojas na Ásia e na Europa. Na gestão da Old Navy, a companhia possui apenas 44 novas lojas a mais que em 2006, chegando a ter 1.067 lojas, mas passou a fechar lojas no fim dos anos 2000, início dos 2010 e, recentemente, chegando ao mercado asiático. Na gestão da Banana Republic, a companhia abriu cerca de 130 lojas durante o período analisado, abrindo lojas na América do Norte, na Ásia e chegando ao território Europeu em 2008; Além disso, a GAP desenvolveu novas marcas com posicionamentos diversos. A Athleta é uma marca focada em roupas para o segmento esportivo de baixo impacto. O sucesso foi grande e a marca já possui 101 lojas em apenas quatro anos. A Piperlime e a Intermix são marcas no segmento Premium que juntas já possuem 43 lojas. Além disso, a companhia expandiu adotando o modelo de franquias, as quais já são 429 lojas.

Tabela 21 - Tamanho das Lojas da GAP

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tamanho das Lojas Médio – m² | | | | | | | | | |
| GAP Am. Norte | 884 | 907 | 919 | 927 | 928 | 953 | 957 | 969 | 968 |
| GAP Ásia | 829 | 806 | 806 | 835 | 808 | 818 | 827 | 937 | 943 |
| GAP Europa | <u>885</u> | <u>929</u> | <u>822</u> | <u>852</u> | <u>895</u> | <u>917</u> | <u>891</u> | <u>818</u> | <u>786</u> |
| GAP | 878 | 897 | 898 | 910 | 910 | 930 | 1,186 | 943 | 939 |
| Old Navy Am. Norte | 1,772 | 1,755 | 1,750 | 1,744 | 1,719 | 1,655 | 1,619 | 1,592 | 1,577 |
| OLD Navy Ásia | - | - | - | - | - | - | - | <u>1,032</u> | <u>1,512</u> |
| Old Navy | 1,772 | 1,755 | 1,750 | 1,744 | 1,719 | 1,655 | 1,617 | 1,582 | 1,575 |
| Banana Rep. Am. Norte | 802 | 787 | 794 | 790 | 790 | 784 | 614 | 779 | 777 |
| Banana Republic Ásia | 715 | 442 | 688 | 688 | 641 | 599 | 489 | 432 | 422 |
| Banana Republic Europa | - | - | - | - | <u>1,858</u> | <u>929</u> | <u>929</u> | <u>845</u> | <u>845</u> |
| Banana Republic | 800 | 774 | 786 | 782 | 792 | 777 | 612 | 758 | 754 |
| Athleta Am. Norte | - | - | - | - | - | - | 531 | 429 | 368 |
| Piperlime Am. Norte | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Intermix Am. Norte | - | - | - | - | - | - | <u>300</u> | <u>251</u> | <u>221</u> |
| Total de Lojas Próprias | 1,155 | 1,162 | 1,165 | 1,165 | 1,157 | 1,138 | 1,192 | 1,092 | 1,079 |

Fonte: GAP

Observando o tamanho das lojas na Tabela 21, observa-se que a Gap possui uma estratégia diferente para cada marca. Na América do Norte e Ásia, a GAP possui lojas de cerca de 950 m²; contudo, para expandir a marca no continente Europeu, a companhia utilizou um modelo de lojas 100 m² menor. A Old Navy, por ser uma empresa de descontos, possui lojas maiores, de mais de 1.500 m², embora a mesma já tenha tido uma metragem média de 1.772 m². A Banana Republic possui lojas de cerca de 790 m² na América do Norte, 430 m² na Ásia e 845 m² na Europa, denotando uma estratégia diferente para cada mercado durante o processo de expansão da marca. Já a Athleta possui lojas menores, assim como a Intermix, as quais são as marcas de menor metragem média por loja, com 368 e 221 m² respectivamente.

Quando se analisa a quantidade e tamanho médio de lojas por região, observa-se que a América do Norte representa 83,1% das lojas da companhia, enquanto a Ásia representa 10,8% e a Europa 6,1%; contudo, a rede já foi muito mais concentrada na América do Norte, quando, em 2006, as lojas desta região representavam 90,8% das lojas da companhia. Nota-se também que as lojas na América do Norte são 17,9% maiores que na Ásia e 41,5% maiores que na Europa, dada a maior presença da Old Navy na região de origem da companhia.

Em termos de receita líquida, conforme a Tabela 22, observa-se primeiramente que houve uma mudança contábil de vendas de outras regiões para a segmentação geografia. É possível notar que 84,0% das vendas são feitas na América do Norte e que Europa e Ásia já

representam conjuntamente 14,7% das receitas. A diferença na distribuição de receitas, área e lojas se dá pela mudança no tamanho de lojas da companhia e pela receita por metro quadrado, a qual é superior na GAP. Principalmente na Europa, bem como pela receita por metro quadrado de Banana Republic que é pelo menos locais em que a marca está iniciando seu processo de expansão.

Tabela 22 - Receita Líquida da GAP

| US\$ Milhões | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Estados Unidos | 12,787 | 12,273 | 10,901 | 10,491 | 10,924 | 11,368 | 12,194 | 12,531 | 12,672 |
| Canadá | 940 | 972 | 867 | 860 | 958 | 1,007 | 1,095 | 1,128 | 1,137 |
| Europa | 793 | 827 | 780 | 743 | 739 | 863 | 870 | 891 | 917 |
| Ásia | 649 | 738 | 880 | 928 | 990 | 1,176 | 1,310 | 1,397 | 1,502 |
| Outros | <u>754</u> | <u>953</u> | <u>1,098</u> | <u>1,175</u> | <u>1,053</u> | <u>135</u> | <u>182</u> | <u>201</u> | <u>207</u> |
| Receita Líquida | 15,923 | 15,763 | 14,526 | 14,197 | 14,664 | 14,549 | 15,651 | 16,148 | 16,435 |

Fonte: GAP

Diferentemente da GAP, a sueca H&M não desembarcou no país, mas já demonstrou interesse de acessar o mercado brasileiro mais de uma vez pelo fato de se tornar um dos maiores mercados do mundo; contudo, o ambiente macroeconômico instável vem afetando os planos da companhia, os quais estão adiados para 2016. A empresa já possui unidade no Chile e vem acessando entre 2 a 3 países por ano desde 2006. A H&M hoje está presente em 43 países com mais de 3.500 lojas, das quais 3,7% são franquias.

De 2006 a 2014, a companhia abriu 2.166 lojas, multiplicando por três a quantidade de pontos de venda. A companhia hoje gerencia cinco principais marcas: H&M, COS, Monki, Wekday e Cheap Monday, sendo que H&M é 93% de todas as lojas da companhia.

Tabela 23 - Dados Operacionais da H&M

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Receita Bruta - R\$ milhões | | | | | | | | |
| Europa | 24,242 | 26,159 | 27,551 | 26,861 | 28,218 | 32,990 | 39,462 | 46,938 |
| Ásia | 139 | 299 | 710 | 1,119 | 1,461 | 2,598 | 3,781 | 5,115 |
| Am. Do Norte | 2,094 | 2,311 | 2,522 | 2,843 | 3,214 | 4,537 | 5,646 | 7,356 |
| Am. Do Sul | - | - | - | - | - | - | 92 | 120 |
| Oceânia | - | - | - | - | - | - | - | 157 |
| Franquias | <u>75</u> | <u>108</u> | <u>154</u> | <u>220</u> | <u>317</u> | <u>552</u> | <u>794</u> | <u>821</u> |
| Receita Bruta | 26,550 | 28,878 | 30,937 | 31,043 | 33,210 | 40,678 | 49,774 | 60,508 |
| Quantidade de Lojas | | | | | | | | |
| Europa | 1,325 | 1,493 | 1,678 | 1,834 | 2,007 | 2,186 | 2,374 | 2,551 |
| Ásia | 7 | 15 | 33 | 59 | 104 | 171 | 273 | 392 |
| Am. Do Norte | 180 | 212 | 241 | 263 | 291 | 331 | 374 | 434 |
| Am. Do Sul | - | - | - | - | - | - | 1 | 1 |
| Oceânia | - | - | - | - | - | - | - | 3 |
| Franquias | <u>10</u> | <u>18</u> | <u>36</u> | <u>50</u> | <u>70</u> | <u>88</u> | <u>110</u> | <u>130</u> |
| Total | 1,522 | 1,738 | 1,988 | 2,206 | 2,472 | 2,776 | 3,132 | 3,511 |

Fonte: H&M

Observando a Tabela 23, apode-se dizer H&M recentemente chegou ao continente sul-americano, com apenas uma loja no Chile, e na Oceania, com lojas na Austrália. Além disso, a companhia saiu de uma receita de apenas R\$ 139 milhões em 2007 para uma receita de R\$ 5.115 em 2014. Hoje, a companhia possui 77,6% da sua receita vinda do mercado Europeu, 12,2% vindo da América do Norte e 8,5% da Ásia, ao mesmo tempo em que a dispersão de lojas nestas regiões é de 72,7% na Europa, 12,4% da América do Norte e 11,2% das lojas, evidenciando que há uma diferença importante de vendas por lojas, sendo as lojas da América do Norte vendem 0,9 vezes a receita por loja europeia, enquanto este mesmo indicador nas lojas asiáticas é de 0,7 vezes pela questão de câmbio e possível diferença no tamanho de lojas e venda por metro quadrado.

Tabela 24 - Análise Relativa das Novas Entrantes e Hering

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Câmbio Médio | | | | | | | | |
| Dólar | R\$1.95 | R\$1.84 | R\$1.99 | R\$1.76 | R\$1.67 | R\$1.96 | R\$2.16 | R\$2.35 |
| Coroa Sueca | R\$ 0.29 | R\$0.28 | R\$0.26 | R\$0.24 | R\$0.26 | R\$0.29 | R\$0.33 | R\$0.34 |
| Receita Líquida – R\$ milhões | | | | | | | | |
| Hering | 369 | 515 | 721 | 1,013 | 1,353 | 1,491 | 1,680 | 1,678 |
| Gap | 30,711 | 26,692 | 28,302 | 25,798 | 24,364 | 30,598 | 34,888 | 38,699 |
| H&M | 22,579 | 24,573 | 26,427 | 26,524 | 28,360 | 34,863 | 42,635 | 51,949 |
| Receita Relativa à Hering | | | | | | | | |
| Gap | 83.2x | 51.8x | 39.3x | 25.5x | 18.0x | 20.5x | 20.8x | 23.1x |
| H&M | 61.1x | 47.7x | 36.7x | 26.2x | 21.0x | 23.4x | 25.4x | 31.0x |
| Quantidade de Lojas | | | | | | | | |
| Hering | 248 | 311 | 365 | 443 | 530 | 638 | 760 | 827 |
| Gap | 3,167 | 3,263 | 3,231 | 3,246 | 3,263 | 3,407 | 3,539 | 3,709 |
| H&M | 1,522 | 1,738 | 1,988 | 2,206 | 2,472 | 2,776 | 3,132 | 3,511 |
| Quantidade de Lojas Relativa à Hering | | | | | | | | |
| Gap | 12.8x | 10.5x | 8.9x | 7.3x | 6.2x | 5.3x | 4.7x | 4.5x |
| H&M | 6.1x | 5.6x | 5.4x | 5.0x | 4.7x | 4.4x | 4.1x | 4.2x |
| Tamanho Médio de Lojas – m² | | | | | | | | |
| Hering | 116 | 112 | 110 | 113 | 119 | 122 | 121 | 121 |
| Gap | 1,162 | 1,165 | 1,165 | 1,157 | 1,138 | 1,192 | 1,092 | 1,079 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Comparativamente, observa-se nas Tabelas 23 e 24 que tanto GAP, quanto H&M são empresas, pelo menos, 20 vezes maiores que a Hering e esse fato se dá pelos seguintes fatores: (i) quantidade de lojas, (ii) tamanho das lojas e (iii) vendas por loja. Em termos de quantidade de lojas, observa-se que a diferença em relação à Hering é de apenas três vezes, mas a venda por loja da Gap é cinco vezes superior que a de Hering e a da H&M é sete vezes superior. É importante observar que, mesmo assim, a receita por metro quadrado de Hering é superior que a da Gap. A GAP possui lojas do tamanho da Marisa, mas com três vezes mais lojas que a Hering, a qual possui três vezes mais lojas que as líderes de mercado no Brasil. Assim como é possível observar que, embora tenha menor venda por loja que as empresas brasileiras, a H&M possui 3.511 lojas contra 332 de Renner, 309 lojas da Pernambucanas, 290 lojas da C&A e 257 lojas da Guararapes.

Tabela 25 - Receita por Loja e por m² de Hering e Novos Entrantes

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Receita por Loja - R\$ Mil | | | | | | | | |
| Hering* | 774 | 1.097 | 1.300 | 1.549 | 1.688 | 1.548 | 1.466 | 1.278 |
| Gap | 9,697 | 8,180 | 8,759 | 7,948 | 7,467 | 8,981 | 9,858 | 10,434 |
| H&M | 14,835 | 14,139 | 13,293 | 12,023 | 11,473 | 12,559 | 13,613 | 14,796 |
| Receita por m² - R\$ Mil | | | | | | | | |
| Hering* | 7 | 10 | 12 | 14 | 15 | 13 | 12 | 11 |
| Gap | 8 | 7 | 8 | 7 | 7 | 8 | 9 | 10 |

* Receita de Franquias e Lojas Próprias apenas

Fonte: Elaborado pelo Autor

Analisando do ponto de vista financeiro, é possível observar na Tabela 26 que a Hering é uma empresa mais solvente que os pares internacionais, pois, como dito anteriormente, a companhia adota uma estratégia conservadora de gestão de caixa. Refletido em todos os indicadores da companhia.

Tabela 26 - Indicadores de Liquidez de Novos Entrantes

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Liquidez Imediata | | | | | | | | |
| Hering | 0.81 | 0.52 | 0.57 | 0.44 | 0.71 | 0.61 | 0.45 | 0.58 |
| Gap | 0.80 | 0.81 | 1.21 | 0.79 | 0.89 | 0.64 | 0.62 | 0.68 |
| H&M | 2.37 | 1.91 | 1.99 | 1.80 | 1.44 | 1.22 | 0.99 | 0.82 |
| Liquidez Corrente | | | | | | | | |
| Hering | 1.94 | 1.87 | 2.35 | 2.36 | 2.85 | 2.70 | 2.99 | 3.23 |
| Gap | 1.68 | 1.86 | 2.19 | 1.87 | 2.02 | 1.76 | 1.81 | 1.93 |
| H&M | 3.51 | 2.98 | 3.25 | 2.96 | 2.71 | 2.66 | 2.25 | 2.11 |
| Liquidez Seca | | | | | | | | |
| Hering | 1.62 | 1.49 | 1.84 | 1.63 | 2.07 | 2.03 | 2.04 | 2.28 |
| Gap | 1.03 | 1.16 | 1.50 | 1.10 | 1.27 | 1.01 | 1.02 | 1.09 |
| H&M | 2.61 | 2.26 | 2.33 | 2.13 | 1.77 | 1.57 | 1.29 | 1.15 |
| Liquidez Geral | | | | | | | | |
| Hering | 1.67 | 1.60 | 2.21 | 2.40 | 2.79 | 2.97 | 3.32 | 4.02 |
| Gap | 2.20 | 2.38 | 2.58 | 2.37 | 1.59 | 1.63 | 1.64 | 1.63 |
| H&M | 4.33 | 3.59 | 3.95 | 3.94 | 3.74 | 3.68 | 3.21 | 3.14 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Contudo, ao se olhar a gestão de capital de giro na Tabela 27, observam-se alguns fatores interessantes. Primeiramente, é possível observar que o giro do ativo das companhias estrangeiras é muito mais rápido, dado o fato de que elas operam com menor prazo médio de recebimento. Além disso, observa-se que todas as companhias analisadas possuem capital de giro positivo, pagando em menos tempo do que o prazo médio de recebimento. Contudo, a GAP não divulga sua carteira de clientes, possui a mesma encontra-se nas contas de outros ativos de circulantes.

Observando a gestão de estoques, é possível observar que a GAP carrega muito menos estoque que as demais companhias, sendo seu prazo médio de estoques menor que qualquer empresa nacional analisada. Além disso, observa-se que H&M vem consistentemente aumentando seus estoques, principalmente pelo fato de possuir mais de 90% de seus produtos provindos do mercado chinês e os tempos de entrega impactam diretamente neste indicador.

Tabela 27 - Indicadores de Atividade de Novos Entrantes

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Giro do Ativo | | | | | | | | |
| Hering | 0.63 | 0.74 | 1.04 | 1.28 | 1.34 | 1.30 | 1.35 | 1.23 |
| Gap | 2.01 | 1.92 | 1.78 | 2.08 | 1.96 | 2.10 | 2.06 | 2.14 |
| H&M | 1.88 | 1.73 | 1.87 | 1.83 | 1.83 | 2.01 | 1.96 | 2.00 |
| Prazo Médio de Recebimento | | | | | | | | |
| Hering | 102 | 103 | 99 | 95 | 91 | 98 | 100 | 108 |
| Gap | - | - | - | - | - | - | - | - |
| H&M | 78 | 57 | 51 | 51 | 48 | 53 | 48 | 45 |
| Prazo Médio de Pagamento | | | | | | | | |
| Hering | 38 | 28 | 29 | 53 | 56 | 56 | 51 | 53 |
| Gap | 33 | 40 | 43 | 42 | 42 | 42 | 43 | 44 |
| H&M | 26 | 32 | 33 | 34 | 33 | 31 | 31 | 29 |
| Prazo Médio de Estoques | | | | | | | | |
| Hering | 80 | 86 | 79 | 100 | 107 | 96 | 100 | 114 |
| Gap | 61 | 62 | 64 | 64 | 64 | 65 | 68 | 69 |
| H&M | 91 | 88 | 88 | 99 | 105 | 108 | 111 | 106 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Não obstante, observa-se na análise de margens financeiras na Tabela 28 que a estratégia de importação de produtos da H&M possibilita uma margem bruta diferenciada e que a GAP paga o preço de produzir muitos de seus artigos nacionalmente e optar por uma

estratégia de menores estoques que as demais companhias. Observa-se ainda que uma empresa grande como a H&M não consegue operar com margem bruta acima de 60% por longos períodos de tempos.

Ainda, é preciso estar atento que a Hering, mesmo não possuindo melhor margem bruta que as concorrentes, consegue ter uma margem operacional melhor que as demais companhias, principalmente por não carregar tanta depreciação quanto os demais; por outro lado, quando se tira a depreciação da conta, observa-se que ambas as concorrentes estrangeira possuem margens operacionais acima dos 20%. A Renner é a única empresa com um modelo de negócios parecido das concorrentes estrangeira e possui 17% de margem EBITDA provinda de varejo.

Tabela 28 - Indicadores de Margens Financeiras de Novos Entrantes

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Margem Bruta | | | | | | | | |
| Hering | 39.4% | 46.3% | 47.3% | 49.5% | 48.5% | 45.5% | 45.2% | 43.7% |
| Gap | 36.1% | 37.5% | 40.3% | 40.2% | 36.2% | 39.4% | 39.0% | 38.3% |
| H&M | 61.1% | 61.5% | 61.6% | 62.9% | 60.1% | 59.5% | 59.1% | 58.8% |
| Margem Operacional | | | | | | | | |
| Hering | 5.4% | 17.5% | 18.7% | 25.0% | 27.0% | 25.0% | 24.1% | 21.3% |
| Gap | 8.3% | 10.7% | 12.8% | 13.4% | 9.9% | 12.4% | 13.3% | 12.7% |
| H&M | 23.5% | 22.7% | 21.3% | 22.7% | 18.5% | 18.0% | 17.2% | 16.9% |
| Margem Líquida | | | | | | | | |
| Hering | 5.0% | 7.3% | 19.1% | 20.9% | 22.0% | 20.9% | 18.9% | 19.0% |
| Gap | 5.3% | 6.7% | 7.8% | 8.2% | 5.7% | 7.3% | 7.9% | 7.7% |
| H&M | 17.3% | 17.3% | 16.2% | 17.2% | 14.4% | 14.0% | 13.3% | 13.2% |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Essa capacidade de geração de lucros está pautada também por uma gestão de endividamento conservadora por parte das companhias estrangeiras. Observa-se na Tabela 29 que a GAP, embora possua dívidas, estas representam apenas 30% da sua estrutura de capital e que quase 100% das mesmas estão classificadas como dívidas de longo prazo. Já H&M, assim como Hering, é ainda mais conservadora, sequer possuindo qualquer tipo de dívida bruta. Esse fato é importante, pois, quando atenta-se para as margens líquidas, todas as companhias conseguem entregar resultado positivo para seus acionistas, mas a GAP, naturalmente, possui menor margem líquida pelo endividamento que carrega, mas também

por uma maior alíquota de imposto efetiva maior (38%) que das demais companhias (H&M 23% e Hering 19%).

Tabela 29 - Indicadores de Endividamento de Novos Entrantes

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Endividamento Financeiro | | | | | | | | |
| Hering | 31.2% | 35.3% | 17.4% | 9.3% | 4.7% | 3.1% | 3.0% | 2.8% |
| Gap | 4.2% | 1.1% | - | 0.1% | 37.7% | 30.1% | 31.3% | 31.4% |
| H&M | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Endividamento de Curto Prazo | | | | | | | | |
| Hering | 58.6% | 58.0% | 47.6% | 51.6% | 33.8% | 99.4% | 20.7% | 100.0% |
| Gap | 73.4% | - | - | - | 3.5% | - | 1.8% | 1.6% |
| H&M | - | - | - | - | - | - | - | - |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Estes fatores em conjunto possibilitam que todas as companhias possuam retorno sobre ativos e retorno sobre o patrimônio líquido maiores que qualquer companhia brasileira, seja a Hering, Guararapes, Renner, Pernambucanas ou Marisa. Estas companhias possuem um giro tão elevado, por não terem de carregar carteiras de clientes de longo prazo, que seus retornos naturalmente são maiores, mesmo que as companhias não possuam margens tão mais elevadas que as companhias nacionais.

Assim, espera-se que a Gap chegue ao país com lojas maiores que as da Hering focadas em shopping centers, o que provavelmente indica uma receita por m² superior que no geral. Enquanto isso, a entrada da H&M no país pode se dar com lojas médias, mas de modo contido, uma vez que a companhia se manteve apenas com uma loja no Chile e levou três anos para chegar a seis lojas no Brasil.

Tabela 30 - Indicadores de Retorno de Novos Entrantes

| | Realizado | | | | | | | |
|---|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Retorno sobre Ativo | | | | | | | | |
| Hering | 24.1% | 11.1% | 14.4% | 25.8% | 27.3% | 24.7% | 23.9% | 21.3% |
| Gap | 9.9% | 12.3% | 14.2% | 15.9% | 12.1% | 15.9% | 17.2% | 16.8% |
| H&M | 33.7% | 31.3% | 30.4% | 32.4% | 25.8% | 27.4% | 26.7% | 27.9% |
| Retorno sobre Patrimônio Líquido | | | | | | | | |
| Hering | 12.1% | 14.0% | 43.3% | 47.2% | 48.0% | 41.6% | 37.6% | 32.2% |
| Gap | 17.6% | 22.3% | 23.8% | 26.8% | 24.4% | 40.2% | 43.0% | 41.9% |
| H&M | 45.4% | 44.3% | 42.2% | 44.1% | 35.8% | 38.4% | 38.4% | 41.3% |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Em termos de cadeia de suprimentos, a Euromonitor afirma que a Inditex nestes anos de operação e estagnação no país, tem desenvolvido fornecedores locais e que estes podem atender outras empresas e se desenvolverem ainda mais para possibilitar uma alternativa ao hub de produção asiático. De acordo com as projeções macroeconômicas, o dólar deve se manter elevado pelos até 2020, de modo que o Brasil se torna mais barato para que se instalem operações por aqui, mas, ao mesmo tempo, torna as operações pouco rentáveis, dada a importação de peças do mercado asiático e pressão de custos neste mercado. Assim, só é possível pensar as empresas expandindo de modo agressivo se operarem com prejuízos ou desenvolverem a cadeia de fornecimento nacional.

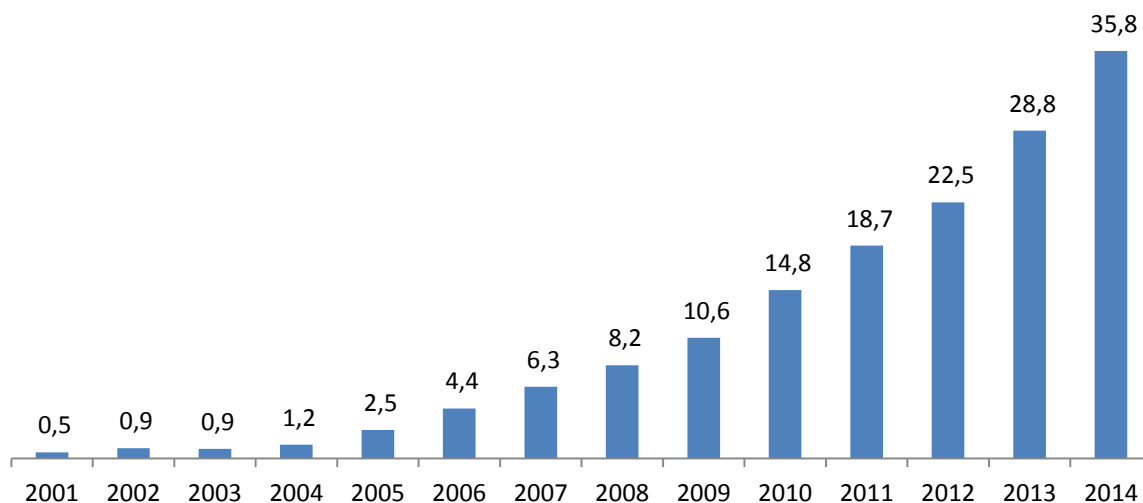
Além disso, observa-se que a H&M não deve ser um concorrente relevante no mercado nacional, assim como a Forever 21 deve arrefecer seu crescimento no país pelo fato de que as companhias com estratégias de grandes lojas tendem a possuir um capital de giro cujos prazos de recebimentos são muito longos, em função do financiamento do cliente sem custo por prazos longos, bem como pela necessidade de uma operação financeira para alongar ainda mais prazos, mas desviando a companhia de sua atividade fim, uma vez que as margens operacionais dos serviços financeiros são maiores que do varejo, dando incentivos para que os administradores trabalhem para ampliar esta área em detrimento do varejo, mas, ao mesmo tempo, coloca a companhia com uma maior exposição à inadimplência.

6.2.3. Ameaça de produtos ou serviços substitutos

Embora não haja um produto substituto para o varejo de vestuário, assim como poucos são os produtos diretamente complementares, uma vez que o mercado de acessórios já está incluso nas análises realizada, é possível dizer que o desenvolvimento do canal de vendas online possui essas características, tanto de substituição da experiência de loja, quanto de sua complementação. Em seu último relatório, denominado Webshoppers, a E-bit, uma empresa do grupo Buscapé, comparadora de preços online o cenário é tal que:

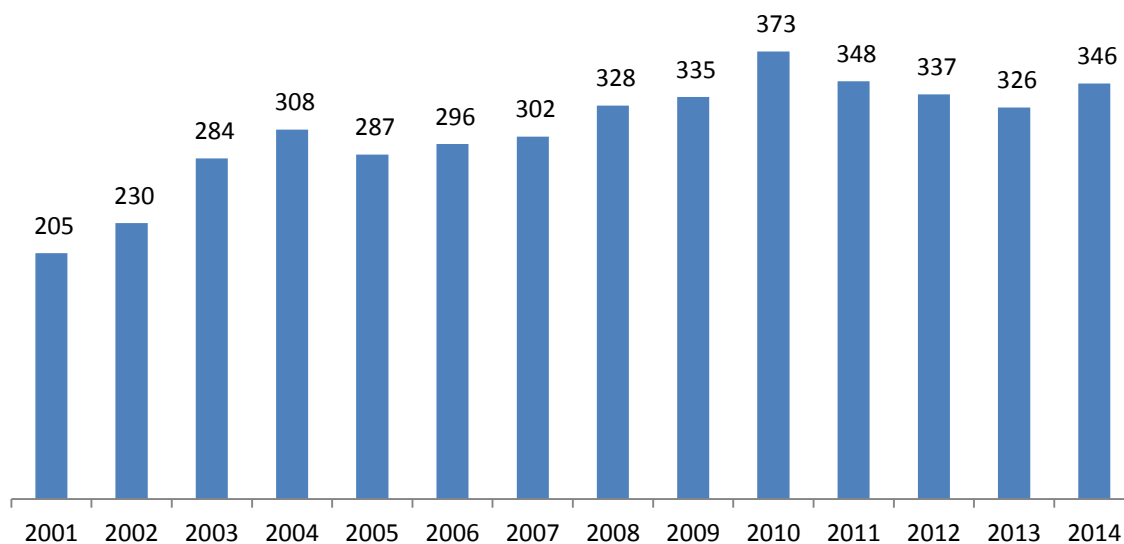
Neste cenário econômico de maior instabilidade, os e-consumidores reportaram nos dois primeiros trimestres do ano que a intenção de compra no comércio eletrônico seria maior, uma vez que a Internet possibilita uma compra mais planejada ao permitir que preços e produtos sejam comparados com grande facilidade antes da decisão de compra. Em um mercado altamente competitivo como o de vendas online, as lojas possuem atualmente processos capazes de alterar seus preços de forma automática a partir dos valores praticados pela concorrência, até uma margem mínima pré-estabelecida. Algumas lojas virtuais chegam a variar o preço de um mesmo produto mais de dez vezes em um único dia. Por este motivo, a tendência é que os preços de venda na Internet geralmente sejam mais competitivos que o varejo tradicional, conforme registrado por 90% da série histórica do Índice FIPE/Buscapé. Porém, durante os únicos quatro períodos em que houve aumento anual de preços na Internet, três foram registrados no primeiro semestre de 2015. Esta variação positiva dos preços reflete a aceleração da inflação geral no País, que medida pelo IPCA atingiu um patamar de 8,5%. (WEBSHOPPERS, 2015 p.14)

Observa-se que gradualmente as vendas na internet vêm crescendo a uma taxa de pelo menos dois dígitos desde 2006 e já representa mais de 1% das despesas das famílias. O crescimento; contudo, advém somente da elevação do número de pedidos online, já que o ticket médio, por vezes, cresce abaixo da inflação, como pode ser observado nos Gráficos 13 e 14.

Gráfico 13 - Faturamento de Bens de Consumo Online - R\$ bi

Fonte: Webshoppers

Isso se dá principalmente pelo fato que as ferramentas de comparação de preços possibilitem que o consumidor possa procurar condições mais vantajosas, havendo uma pressão deflacionária no consumo online.

Gráfico 14 - Ticket Médio Online - R\$

Fonte: Webshoppers

No primeiro semestre de 2015, o mercado de moda e acessórios representou 15% da quantidade de pedidos, mesmo depois de ter decrescido cerca de 19% sobre o mesmo período do ano anterior. Contudo, apesar de ser a categoria com a maior quantidade de pedidos, a

categoria representa apenas 6% do faturamento. Deste modo, podemos estimar que o mercado de moda no primeiro semestre de 2015 contabilizou R\$ 1,1 bilhão, chegando potencialmente à R\$ 2,5 bilhões em 2015 se a proporção se mantiver até o fim do ano, como ilustrado na Tabela 31.

Tabela 31 - Estimativa do Tamanho do Mercado de Vestuário Online

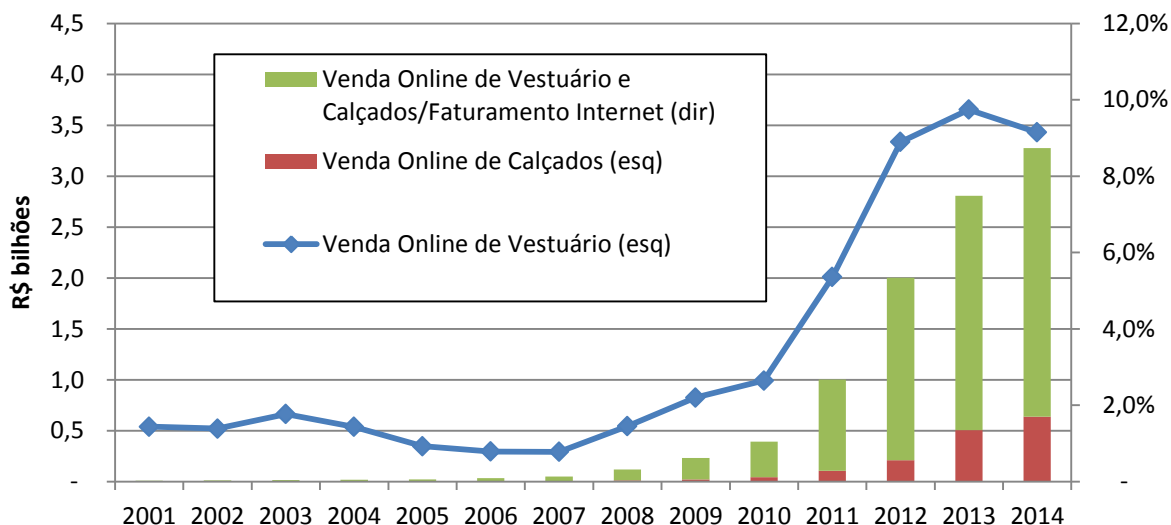
| | 1S15 | | | 2015 |
|--------------------------------|-----------------------|--------------------|---------------------|-----------------------|
| | Faturamento R\$ bi | Pedidos Milhões | Ticket Médio R\$ | Faturamento R\$ bi |
| Total | 19 | 49 | 377 | 41,2 |
| Participação Moda e acessórios | 6% | 15% | | 6% |
| Moda | 1,1 | 7,4 | 151 | 2,5 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Não obstante, quando se cruzam os dados da E-bit com os dados da Euromonitor, observa-se que o mercado de vestuário e acessórios online, é possível observar que haveria uma redução do consumo via internet, uma vez que o faturamento de vestuário e calçados vem representando 9,1% do total do faturamento via online em 2014, frente a 9,7% em 2013. Se isso for tomado como verdade, a queda de receita via online será de 24,5%, a primeira de toda série, fato este que faz sentido em um ambiente deflacionário na internet e a queda de 19% no número de pedidos.

Além disso, nota-se que o mercado de vestuário e calçados online é predominante dominado pela categoria de calçados, representando 80,6% da categoria como pode ser observado no Gráfico 15.

Gráfico 15 - Mix de Produtos de Vestuário Online



Fonte: Euromonitor

Neste âmbito, as empresas tradicionais de moda já possuem plataformas online, enquanto surgem competidores focados exclusivamente neste canal. Hoje, a receita do canal online da Hering é 1,3% da sua receita, representando aproximadamente 3,9% dos R\$ 636 milhões das vendas do varejo de vestuário online ou 0,8% dos R\$ 3,3 bilhões de vendas do canal online de vestuário e calçados. Além disso, segundo reportagem da CDL, o canal online da Marisa representa cerca de 2% da receita de 2014, colocando-a no patamar de R\$ 66,89 milhões, ou 10,5% de participação no mercado de vestuário online.

Em termos concorrenciais, observa-se que duas redes dominam o mercado online: a Netshoes e a Dafiti. Apesar da Dafiti não ser uma sociedade anônima, a companhia divulgou em seu site a receita para os períodos de 2013 e 2014, enquanto a Netshoes é uma sociedade anônima de capital fechado denominada NS2.COM Internet S/A. Se ambas as companhias possuírem 100% da sua receita em internet e dedicadas ao seu mercado fim, observar-se-ia que a ambas representam mais de 50% do mercado de varejo de vestuário e calçados online, mesmo que ambas parecem ter perdido participação. A consolidação do setor é interessante, pois pode trazer maior racional para o modelo de negócios, pois, enquanto isso, a margem EBITDA de 2014 da Dafiti foi negativa em 32,5% e a da Netshoes, negativa em 4,3%.

Gráfico 16 - Concorrência Online

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Receita Online Hering | 2 | 5 | 12 | 19 | 23 | 25 |
| Part. internet na receita da empresa | 0,1% | 0,3% | 0,6% | 1,0% | 1,2% | 1,3% |
| Part. Vestuário Online | 9,7% | 12,7% | 11,4% | 9,2% | 4,5% | 4,0% |
| Part. Vestuário e Calçados Online | 1,0% | 1,4% | 1,2% | 1,0% | 0,8% | 0,8% |
| Receita Online Marisa | | | | | 39 | 77 |
| Part. internet na receita da empresa | | | | | 1,0% | 2,0% |
| Part. Vestuário Online | | | | | 7,6% | 12,1% |
| Part. Vestuário e Calçados Online | | | | | 1,4% | 2,4% |
| Netshoes | 112 | 253 | 480 | 797 | 955 | 1.159 |
| Part. Vestuário e Calçados Online | 48,1% | 64,6% | 47,9% | 39,8% | 34,0% | 35,4% |
| Dafiti | | | | | 419 | 592 |
| Part. Vestuário e Calçados Online | | | | | 14,9% | 18,1% |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Observando mais atentamente o desempenho da Netshoes por aparentemente ser uma das empresas líderes do setor, pode se observar que a companhia possui um perfil de liquidez semelhante à média das companhias, mas mais ousado que aquele utilizado pela Hering conforme demonstrado na Tabela 32. É possível observar também que não há uma constância nos números dado o maior risco tomado a partir de 2010, quando a empresa passou a quase dobrar suas receitas de um ano para o outro até uma desaceleração em 2014.

Tabela 32 - Indicadores de Liquidez da Netshoes

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Liquidez Imediata | | | | | | |
| Hering | 0,57 | 0,44 | 0,71 | 0,61 | 0,45 | 0,58 |
| Netshoes | 0,62 | 0,04 | 0,05 | 0,32 | 0,27 | 0,59 |
| Liquidez Corrente | | | | | | |
| Hering | 2,35 | 2,36 | 2,85 | 2,70 | 2,99 | 3,23 |
| Netshoes | 1,98 | 1,23 | 1,23 | 1,34 | 1,47 | 1,90 |
| Liquidez Seca | | | | | | |
| Hering | 1,84 | 1,63 | 2,07 | 2,03 | 2,04 | 2,28 |
| Netshoes | 1,55 | 0,80 | 0,73 | 0,90 | 0,98 | 1,47 |
| Liquidez Geral | | | | | | |
| Hering | 2,21 | 2,40 | 2,79 | 2,97 | 3,32 | 4,02 |
| Netshoes | 1,54 | 1,26 | 1,00 | 1,34 | 1,18 | 1,68 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Em termos de atividade é possível notar na Tabela 33 que a Netshoes mantém um nível bastante elevado de giro sobre os ativos, maior que de todos os outros competidores, mas que este vem desacelerando a medida que a empresa está crescendo. É importante notar que a companhia tem sido mais restritiva em créditos em seus clientes, buscando equalizar os clientes com a necessidade de pagar mais rapidamente seus fornecedores. Além disso, nota-se que a Netshoes, mesmo sendo um negócio online, possui um indicador de prazo médio de estoques comparável a de outras empresas do setor, demonstrando o desafio logístico de operar no segmento online brasileiro.

Tabela 33 - Indicadores de Atividade da Netshoes

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Giro do Ativo | | | | | | |
| Hering | 1,0 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,4 | 1,2 |
| Netshoes | 1,9 | 1,7 | 1,6 | 1,4 | 1,3 | 1,3 |
| Prazo Médio de Recebimento | | | | | | |
| Hering | 99 | 95 | 91 | 98 | 100 | 108 |
| Netshoes | 168 | 105 | 105 | 97 | 93 | 87 |
| Prazo Médio de Pagamento | | | | | | |
| Hering | 29 | 53 | 56 | 56 | 51 | 53 |
| Netshoes | 197 | 138 | 102 | 77 | 60 | 61 |
| Prazo Médio de Estoques | | | | | | |
| Hering | 79 | 100 | 107 | 96 | 100 | 114 |
| Netshoes | 162 | 114 | 119 | 135 | 123 | 93 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Em termos de margens, como demonstrado na Tabela 34, observa-se que a Netshoes possui margens mais baixas que os concorrentes, mesmo que se observe o varejo isoladamente. A companhia possui margem bruta em média 8,4 pontos percentuais abaixo da média das empresas brasileiras analisadas.. Além disso, observa-se que a empresa ainda não atingiu a margem operacional positiva, dado o elevado gasto com vendas, refletindo em prejuízos consecutivos. O que reflete em retornos negativos sobre o ativo e sobre patrimônio líquido.

Tabela 34 - Indicadores de Margens Financeiras da Netshoes

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Margem Bruta | | | | | | |
| Hering | 47,3% | 49,5% | 48,5% | 45,5% | 45,2% | 43,7% |
| Netshoes | 50,6% | 46,6% | 32,7% | 42,4% | 42,0% | 38,7% |
| Margem Operacional | | | | | | |
| Hering | 18,7% | 25,0% | 27,0% | 25,0% | 24,1% | 21,3% |
| Netshoes | (0,8)% | 0,9% | (5,7)% | (7,9)% | (5,5)% | (5,0)% |

Fonte: Elaborado pelo Autor

As margens negativas ainda levam a um endividamento elevado para fazer frente a queima de caixa, elevando o endividamento da empresa a patamares impraticáveis, mas que,

aos poucos vem sendo reduzido pelo aporte de mais capital na empresa em 2012 e 2014. A injeção de liquidez também tem permitido a Netshoes alongar suas obrigações, possuindo um mix de dívida de curtos e longos prazos mais equilibrado como observado na Tabela 35.

Tabela 35 - Indicadores de Endividamento da Netshoes

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Endividamento Financeiro | | | | | | |
| Hering | 17% | 9% | 5% | 3% | 3% | 3% |
| Netshoes | 47% | 70% | 100% | 67% | 81% | 46% |
| Endividamento de Curto Prazo | | | | | | |
| Hering | 48% | 52% | 34% | 99% | 21% | 100% |
| Netshoes | 48% | 94% | 59% | 74% | 43% | 40% |

Fonte: Elaborado pelo Autor

6.2.4. Poder de barganha dos fornecedores

Dois são os fornecedores mais importantes dos varejistas de vestuários: o setor têxtil e os administradores de shoppings centers. Primeiramente, o setor têxtil é aquele que provê os insumos e produtos finais para que as empresas de vestuário possam ter produtos em suas lojas, enquanto os administradores de shoppings centers são parte importante dos custos e são a fonte de crescimento geográfico de diversas companhias do setor.

A ABIT, Associação Brasileira da Indústria Têxtil e de Confecção, fez um levantamento de toda a cadeia produtiva até que o produto chegue ao consumidor, reproduzido na Ilustração 6, de modo que é possível observar que a matéria prima primária do setor é o algodão e outras fibras naturais e sintéticas. Realizada esta etapa, este material é processado pela fiação e posteriormente para tecelagem, onde os fios se tornam tecidos planos. Estes tecidos passam então pela malharia e aviamentos para receber fitas, zíperes, linhas, etiquetas e etc. Realizado o beneficiamento, o produto semi acabado é levado para confecção onde são distintos entre a linha cama, mesa e banho, vestuário e técnicos (fraldas, tecidos automotivos e etc). Com o produto de vestuário em mãos, estes são vendidos ao varejo, seja ele doméstico ou internacional.

Ilustração 6 - Cadeia Produtiva Têxtil



Fonte: ABIT

Segundo a ABIT, a cadeia produtiva é altamente fragmentada, uma vez que o setor é constituído de 33 mil empresas com mais de cinco funcionários, das quais 80% são de pequeno e médio porte e 85% são confecções.

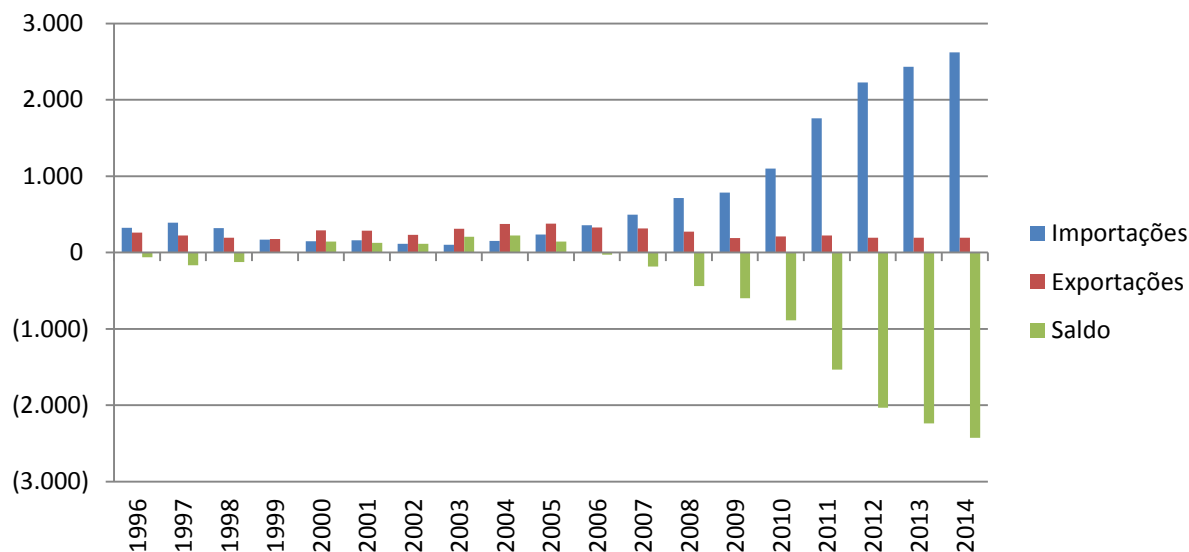
Além disso, a importação coloca pressão sobre os produtores locais, pois 73% dos volumes totais produzidos no mundo são advindos de China, Índia, Paquistão, Coreia do Sul, Taiwan, Indonésia, Malásia, Tailândia e Bangladesh, sendo que China representa 54% da produção, sendo que seus mercados não absorvem totalmente a produção, fazendo com que China e Hong Kong represente 36% das exportações mundiais de produtos têxteis e vestuário como observado no Quadro 2.

Quadro 2 - Produtores Mundiais do Setor Têxtil

| Produção Mundial de Têxteis e Vestuário – 2012 | | | | | |
|--|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|
| Têxteis | | | Vestuário | | |
| Países | 1000 ton | % | Países | 1000 ton | % |
| China/Hong Kong | 43.152 | 54,0% | China/Hong Kong | 23.696 | 49,7% |
| Índia | 6.299 | 7,9% | Índia | 3.391 | 7,1% |
| Estados Unidos | 5.000 | 6,3% | Paquistão | 1.745 | 3,7% |
| Paquistão | 3.230 | 4,0% | Brasil | 1.215 | 2,5% |
| Brasil | 2.143 | 2,7% | Turquia | 1.200 | 2,5% |
| Indonésia | 1.945 | 2,4% | Coréia do Sul | 1.021 | 2,1% |
| Taiwan | 1.861 | 2,3% | México | 1.003 | 2,1% |
| Turquia | 1.527 | 1,9% | Itália | 803 | 1,7% |
| Coréia do Sul | 1.445 | 1,8% | Malásia | 746 | 1,6% |
| Bangladesh | 1.014 | 1,3% | Polônia | 728 | 1,5% |
| Vietnã | 835 | 1,0% | Bangladesh | 689 | 1,4% |
| México | 771 | 1,0% | Taiwan | 654 | 1,4% |
| Tailândia | 749 | 0,9% | Romênia | 553 | 1,2% |
| Japão | 579 | 0,7% | Indonésia | 517 | 1,1% |
| Itália | 570 | 0,7% | Vietnã | 451 | 0,9% |
| Subtotal | 71.120 | 89,1% | Subtotal | 38.412 | 80,6% |
| Outros | 8.727 | 10,9% | Outros | 9.241 | 19,4% |
| Total | 79.847 | 100,0% | Total | 47.653 | 100,0% |

Fonte: ABIT

A concorrência estrangeira tem alcançado o mercado brasileiro intensamente como pode ser observado no Gráfico 17. A balança comercial de vestuários e acessórios já acumula mais de US\$ 2 bilhões de déficit. Este elevado nível de importação elevou a participação dos mesmos de 1,26% da oferta total em 2003 para 15% em 2014.

Gráfico 17 - Balança Comercial de Vestuário e Acessórios - US\$ bi

Fonte: ABIT

Apesar da concorrência acirrada, é importante notar que, em 2011, 10% das empresas do setor possuíam mais de trinta funcionários, mas que este pequeno grupo concentrava 69% da receita bruta do setor. O que suscita dúvidas em torno do poder de negociação destas empresas, pois estas teriam uma receita bruta média de R\$ 6 milhões, mas é preciso observar que pode haver ainda menos empresas que dominem partes importantes do mercado, dada a diferenciação de tecnologia das mesmas.

Cataguases, Capricórnio, Cedro, Santanense, Tavex, e Valença são exemplos de empresas do setor têxtil que vendem para o mercado de vestuário e que provam que, apesar da fragmentação setorial, existem grandes empresas no setor.

Mesmo assim, se for observado a proporção das receitas destas empresas em relação à varejistas brasileiras, é possível observar uma grande disparidade, já que a soma das receitas das empresas citadas anteriormente é 7,8 vezes menor que a soma das varejistas Hering, Renner, Guararapes, Marisa e Pernambucanas. Além disso, a soma das empresas têxteis sequer fazem frente às receitas da Renner, Guararapes, Marisa ou da Pernambucanas individualmente como pode ser observado na Tabela 36.

Tabela 36 - Receitas das Maiores Têxteis

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Receita Líquida - Têxteis | | | | |
| Capricórnio | 321 | 391 | 333 | 454 |
| Cataguases | 224 | 193 | 189 | 194 |
| Cedro | 527 | 505 | 584 | 564 |
| Santanense | 370 | 372 | 385 | 406 |
| Tavex | 966 | 949 | 807 | 778 |
| Valença | - | - | 157 | 172 |
| Soma | 2.408 | 2.409 | 2.455 | 2.569 |
| Receita Líquida Varejistas | | | | |
| Hering | 1.353 | 1.491 | 1.680 | 1.678 |
| Renner | 3.239 | 3.863 | 4.371 | 5.217 |
| Guararapes | 3.046 | 3.546 | 4.069 | 4.728 |
| Marisa | 2.450 | 2.877 | 3.097 | 3.345 |
| Pernambucanas | 3.839 | 4.261 | 4.612 | 5.025 |
| Soma | 13.927 | 16.038 | 17.828 | 19.993 |
| Varejistas/Têxteis | 5,8x | 6,7x | 7,3x | 7,8x |

Fonte: Elaborado pelo Autor

É importante notar também que as companhias têxteis analisadas possuem margens muito inferiores daquelas apresentadas pelas varejistas (entre 40 a 60% de margem bruta). O que faz com que várias empresas operem com prejuízo ou próximo da neutralidade de lucro conforme é demonstrado na Tabela 37.

Tabela 37 - Margens Financeiras das Empresas Têxteis

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------|-------|--------|-------|---------|--------|---------|
| Margem Bruta | | | | | | |
| Capricórnio | 29,7% | 30,8% | 23,0% | 26,3% | 33,1% | 37,0% |
| Cataguases | - | - | 25,9% | 18,3% | 24,5% | 23,0% |
| Cedro | 22,4% | 20,8% | 22,3% | 18,9% | 18,9% | 14,1% |
| Santanense | - | - | 22,9% | 26,2% | 23,5% | 16,5% |
| Tavex | - | 20,4% | 21,6% | 18,4% | 24,1% | 18,5% |
| Valença | - | - | - | - | 25,5% | 18,8% |
| Margem Operacional | | | | | | |
| Capricórnio | 21,1% | 16,6% | 11,9% | 9,9% | 16,6% | 16,1% |
| Cataguases | - | - | 5,8% | 2,4% | 3,0% | 5,8% |
| Cedro | 8,5% | 5,8% | 8,1% | 6,2% | 6,8% | 2,2% |
| Santanense | - | - | 9,3% | 14,1% | 12,6% | 2,7% |
| Tavex | - | 3,8% | 7,3% | 2,3% | 9,2% | 3,5% |
| Valença | - | - | - | - | 5,9% | 8,2% |
| Margem Líquida | | | | | | |
| Capricórnio | 16,5% | 11,9% | 7,3% | 5,0% | 8,3% | 7,9% |
| Cataguases | - | - | 6,5% | 2,4% | 3,7% | 5,9% |
| Cedro | 0,1% | 2,9% | 2,4% | 2,6% | 2,2% | (1,7)% |
| Santanense | - | - | 6,6% | 8,6% | 9,2% | 0,2% |
| Tavex | - | (1,4)% | 1,1% | (10,4)% | (1,1)% | (20,4)% |
| Valença | - | - | - | - | (0,4)% | (1,7)% |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Outro fator interessante de se notar é que essas empresas possuem em média um prazo de recebimento de dois meses e meio, o que é menor que o das varejistas, mas isso se dá pelo fato de que estas possuem financeiras capazes de cobrar juros de seus clientes. Os estoques no setor também são elevados, como são nas varejistas, variando de três a quatro meses e colocando em risco a capacidade de reação doo setor como um todo, o qual pode chegar a ter mais de seis meses de estoque na cadeia em um setor cujo ciclo é extremamente curto, colocando um desafio logístico para entregar rapidamente produtos novos aos consumidores.

Tabela 38 - Indicadores de Atividade das Empresas Têxteis

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|
| Giro do Ativo | | | | |
| Capricórnio | 1.0 | 1.1 | 0.9 | 1.1 |
| Cataguases | 1.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| Cedro | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.8 |
| Santanense | 2.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| Tavex | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| Valença | - | - | 1.7 | 0.9 |
| Prazo Médio de Recebimento | | | | |
| Capricórnio | 93 | 94 | 120 | 93 |
| Cataguases | 92 | 99 | 92 | 83 |
| Cedro | 78 | 76 | 71 | 79 |
| Santanense | 92 | 93 | 89 | 90 |
| Tavex | 78 | 74 | 88 | 88 |
| Valença | - | - | 72 | 56 |
| | 72 | 73 | 89 | 82 |
| Prazo Médio de Pagamento | | | | |
| Capricórnio | 31 | 21 | 31 | 41 |
| Cataguases | 12 | 10 | 15 | 15 |
| Cedro | 16 | 18 | 18 | 18 |
| Santanense | 22 | 19 | 15 | 15 |
| Tavex | 60 | 54 | 77 | 60 |
| Valença | - | - | 20 | 15 |
| Prazo Médio de Estoques | | | | |
| Capricórnio | 102 | 87 | 126 | 137 |
| Cataguases | 136 | 137 | 155 | 162 |
| Cedro | 74 | 74 | 71 | 82 |
| Santanense | 95 | 92 | 95 | 102 |
| Tavex | 88 | 84 | 101 | 103 |
| Valença | - | - | 195 | 163 |
| | 83 | 79 | 124 | 125 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Além destas empresas, Hering e Guararapes possuem uma estrutura verticalizada, contando com fábricas que suprem as lojas das redes, diferentemente de Renner e C&A, as quais são varejistas puras. 75% dos produtos da Hering são realizados internamente e os demais 25% dos produtos acabados são terceirizados, dos quais 20% são produtos importados, vindos de China, Índia e Bangladesh, e 5% realizados por produtores brasileiros.

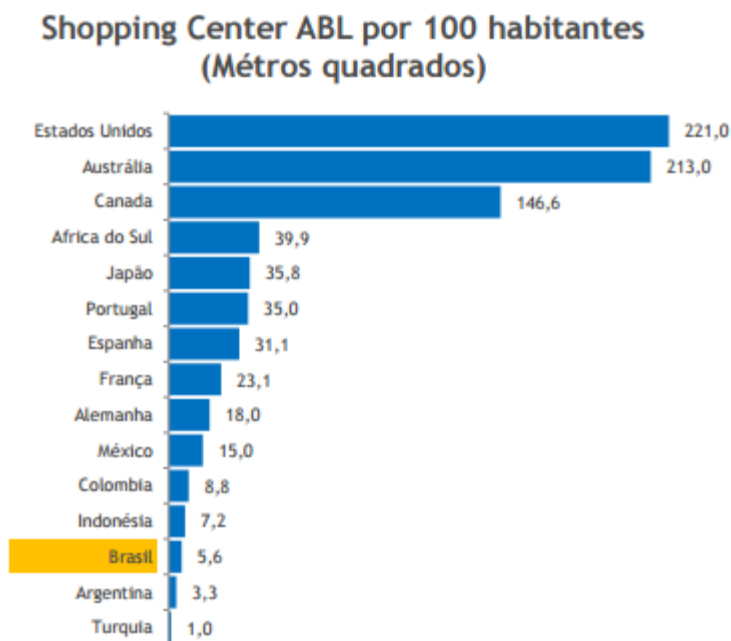
Hoje a companhia possui cinco unidades de produção em Santa Catarina, cinco em Goiás e uma no Rio Grande do Norte. Já a Guararapes, possui uma fábrica que atende a 100% da demanda da Riachuelo.

Observando o poder de barganha de fornecedores pelo lado das administradoras de shoppings centers, é importante ter em mente que a abertura de shoppings foi um vetor de crescimento para o setor, uma vez que 62,8% da soma das lojas da Guararapes, Hering, Levi Strauss, Marisa, Malwee, PVH, Renner e Restoque, em uma amostra que totaliza 3.024 unidades, são localizadas em shoppings centers ou aeroportos. Hoje são 538 shoppings centers no país localizados em todas as unidades da federação cobrindo um total de 186 cidades.

Em 2014, havia 520 shoppings em operação, dos quais 89 localizados no Sul, 286 no Sudeste, 47 no Centro Oeste, 74 no Nordeste e 24 no Norte. Outra divisão regional se dá em shoppings em capitais ou em outras cidades, sendo que nas capitais estão concentrados 49% dos shoppings centers. A divisão de perfil de shoppings se dá entre aqueles tradicionais e os especializados (12%) do total, destes 12%, 48% são shoppings temáticos, 39% lifestyle (abertos) e 13% são outlets. A divisão ainda pode ser feita por porte em termos de área bruta de locação (ABL) entre shoppings pequenos (até 19.999 m²), médios (de 20.000 a 29.999 m²), regionais (de 30.000 a 59.999 m²) e mega (acima de 60.000 m²), sendo a distribuição 44%, 21%, 29% e 6% respectivamente. Em geral, os shoppings estão localizados em cidades com mais de 100 mil habitantes, uma vez que apenas 18 unidades estão em localidades abaixo desta faixa e uma cidade apenas possui mais de 10 milhões de habitantes (São Paulo) com mais de 50 shoppings.

O indicador de ABL por cem habitantes é extremamente relevante quando se pensa em potencial de penetração, uma vez que a média nacional é de 5,6 m² por cem habitantes, sendo que 10 estados estão acima deste índice e, os demais, abaixo. Se comparado com o ABL por cem habitantes de outros países, há de se observar que o Brasil está longe de vários países como pode ser observado na Ilustração .

Ilustração 7 - ABL por 100 Habitantes

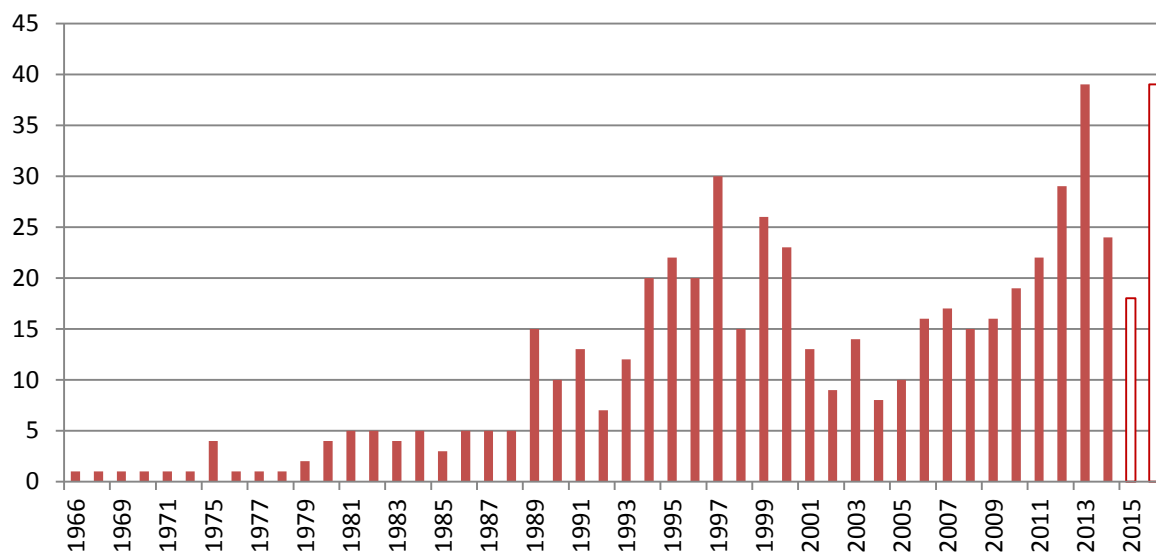


Fonte: ABRASCE

São pelo menos 202 administradoras em um mercado bastante fragmentado, onde a BR Malls é a maior empresa do setor com 7,9% do mercado seguida por Alliances, AD Shop, Ancar Ivanhoe, Multiplan, General Shopping, Iguatemi e Sonae. Juntas, estas administradoras detêm 31% dos shoppings brasileiros, concentração semelhante àquela observada no mercado de varejo de vestuário.

O setor de shoppings centers vem crescendo de forma robusta nos últimos anos dado o ambiente de elevada disponibilização de crédito que impulsionou o consumo e a construção de mais shoppings, de modo que as novas inaugurações podem ser observadas no Gráfico 18.

Gráfico 18- Inaugurações de Shopping Centers por Ano

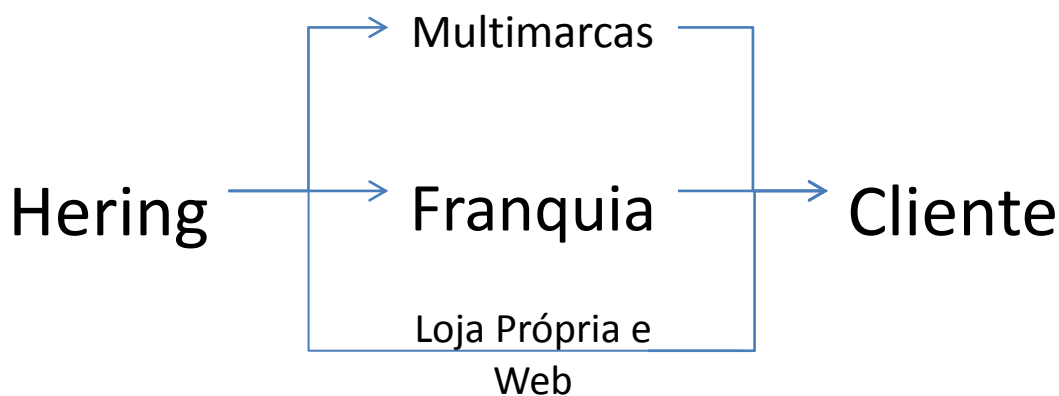


Fonte: ABRASCE

6.2.4. Poder de barganha dos clientes

Embora não possua um cliente que represente mais de 10% da receita, a Hering possui uma exposição diferente aos clientes, uma vez que a companhia está estabelecida em um modelo híbrido de atendimento ao canal de multimarcas, lojas próprias, franquia e internet. Isto quer dizer que parte da receita da Hering vem pela venda ao cliente multimarca e franqueado e outra parte é obtida pela venda direta ao cliente em loja ou pelo meio online.

Ilustração 8 - Canais de Distribuição Hering



Fonte: Elaborado pelo Autor

A preocupação se dá no nível de franqueados, uma vez que estes podem ser encarados como compradores da Hering. Embora não haja a figura de um grande franqueado em relação aos demais, estes, em conjunto representam 37,5% da receita. Estar atento ao nível de estoque dos fornecedores, ao mark-up deixado para o mesmo e possuir uma coleção que agrade a estes clientes dentro das diferentes realidades de clima e sazonalidade constituem um desafio para a empresa.

Para tentar mitigar estes desafios, a Hering vem investindo e muito nos últimos anos. A implantação do ERP SAP trará à companhia uma nova possibilidade de gerir estoques que até então a companhia não possuía, identificando qual é o sortimento mais adequado para cada franqueado em um sistema de recomendação de armário, colocando a empresa como uma parceira de seus clientes. Além disso, o ERP trará maior clareza ao sistema de produção e distribuição da empresa, o que possibilitará uma entrega mais rápida da fábrica ao cliente final, o que, por sua vez, diminui o risco de coleção, dado que a empresa pode analisar o que o consumidor está demandando e o que não está vendendo para que não haja grandes quebras de estoque resultem em vendas abaixo do preço cheio de tabela e, conseqüentemente, afetando as margens da companhia.

Além disso, a companhia passou por uma reestruturação interna para desenvolver diretorias de marca dedicadas aos produtos de alto conteúdo de moda, os quais possuem um preço mais elevado, assim como uma margem mais elevada. Essa reestruturação já começa a dar resultados com a mudança de estratégia na dzarm. e a criação da Hering for You, duas marcas que já possuem lojas próprias abertas em 2015 e que devem ser um novo vetor de crescimento para a companhia no longo prazo.

6.3. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

6.3.1. Avaliação Relativa

Para realizar a avaliação de múltiplos da Cia Hering S.A., é preciso fazer uma análise período a período, de modo que foram levantados os seguintes dados de Guararapes, Hering, Marisa e Renner: valor de mercado, dívida líquida, EBITDA, lucro e valor patrimonial. Além da análise histórica, foi observada a projeção dos analistas para os últimos quatro números citados e considerado um valor de mercado constante para projeção dos mesmos. Assim, há um panorama completo dos dados das companhias que permite traçar os múltiplos de cada uma em cada dado momento.

Em termos de construção do consenso utilizado na projeção de cada uma das linhas, é importante destacar que estes se dão com o levantamento realizado pelo autor período a período e que, quanto maior o período projetado, menos são as informações disponíveis, de modo que os consensos de 2015 e 2016 possuem mais dados para se chegar à média, já que mais analistas divulgam as informações para que esta análise seja feita. Outro fator importante é que diferentes empresas possuem distintos níveis de cobertura, resultando em diferenças na consistência das médias, pois, enquanto a Renner possui cobertura de doze analistas, a Guararapes possui de três analistas, a Marisa de nove analistas e a Hering de oito analistas.

É preciso pontuar que Guararapes, Hering e Marisa possuem só uma análise a partir 2017. Nota-se também que os itens patrimoniais, patrimônio líquido e dívida líquida, por vezes, não são demonstrados pelos analistas, sendo este um risco da análise, como pode ser observado na Tabela 39.

Tabela 39 - Quantidade de Projeções

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|------|------|------|------|
| Quantidade de Projeções Renner | | | | |
| Receita Líquida | 11 | 7 | 4 | 3 |
| EBITDA | 12 | 8 | 5 | 3 |
| Lucro Líquido | 12 | 8 | 5 | 3 |
| Patrimônio Líquido | 12 | 8 | 5 | 3 |
| Dívida Líquida | 11 | 7 | 4 | 3 |
| Quantidade de Projeções Guararapes | | | | |
| Receita Líquida | 3 | 2 | 2 | 1 |
| EBITDA | 3 | 2 | 2 | 1 |
| Lucro Líquido | 3 | 2 | 2 | 1 |
| Patrimônio Líquido | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Dívida Líquida | 2 | 1 | 1 | 1 |
| Quantidade de Projeções Marisa | | | | |
| Receita Líquida | 9 | 7 | 2 | 1 |
| EBITDA | 9 | 7 | 2 | 1 |
| Lucro Líquido | 9 | 7 | 2 | 1 |
| Patrimônio Líquido | 5 | 4 | 1 | 1 |
| Dívida Líquida | 8 | 6 | 1 | 1 |
| Quantidade de Projeções Hering | | | | |
| Receita Líquida | 8 | 7 | 2 | 1 |
| EBITDA | 8 | 7 | 2 | 1 |
| Lucro Líquido | 8 | 7 | 2 | 1 |
| Patrimônio Líquido | 5 | 5 | 1 | 1 |
| Dívida Líquida | 7 | 6 | 1 | 1 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Tabela 40 - Histórico e Consenso de Dados

| R\$ milhões | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | LTM | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Renner | | | | | | | | | | | | | | |
| Lucro Líquido | 99 | 151 | 162 | 190 | 308 | 337 | 355 | 407 | 471 | 533 | 561 | 689 | 927 | 1.142 |
| Valor de Mercado | 3.733 | 4.377 | 1.905 | 4.789 | 6.900 | 5.933 | 9.903 | 7.680 | 9.742 | 11.828 | 11.828 | 11.828 | 11.828 | 11.828 |
| EBITDA | 184 | 281 | 283 | 332 | 480 | 570 | 692 | 818 | 1.015 | 1.135 | 1.149 | 1.389 | 1.695 | 2.002 |
| Dívida Líquida | (32) | 52 | 236 | 6 | (27) | 271 | 632 | 981 | 1.121 | 1.312 | 1.222 | 948 | 693 | 705 |
| Guararapes | | | | | | | | | | | | | | |
| Lucro Líquido | 183 | 158 | 137 | 215 | 338 | 364 | 366 | 421 | 480 | 444 | 510 | 579 | 717 | 583 |
| Valor de Mercado | 6.178 | 3.850 | 1.045 | 3.835 | 4.967 | 4.867 | 7.216 | 6.256 | 4.804 | 2.870 | 2.870 | 2.870 | 2.870 | 2.870 |
| EBITDA | 104 | 35 | 56 | 366 | 557 | 603 | 654 | 747 | 844 | 818 | 572 | 579 | 481 | 584 |
| Dívida Líquida | (252) | (197) | 42 | 18 | 68 | 290 | 164 | 167 | 442 | 1.186 | 958 | 1.221 | 1.146 | 961 |
| Marisa | | | | | | | | | | | | | | |
| Lucro Líquido | | 46 | 51 | 141 | 209 | 177 | 230 | 85 | 51 | (0) | 241 | 220 | 138 | 215 |
| Valor de Mercado | | 1.448 | 590 | 2.030 | 4.643 | 3.156 | 6.033 | 3.451 | 2.690 | 1.329 | 1.329 | 1.329 | 1.329 | 1.329 |
| EBITDA | | 121 | 211 | 287 | 389 | 411 | 499 | 371 | 385 | 304 | 572 | 579 | 481 | 584 |
| Dívida Líquida | | 136 | 42 | (109) | 32 | 337 | 480 | 526 | 615 | 721 | 592 | 560 | 601 | 462 |
| Hering | | | | | | | | | | | | | | |
| Lucro Líquido | 7 | 19 | 38 | 138 | 212 | 297 | 311 | 318 | 319 | 280 | 332 | 349 | 280 | 321 |
| Valor de Mercado | 161 | 566 | 428 | 1.586 | 4.393 | 5.305 | 6.896 | 4.922 | 3.322 | 2.437 | 2.437 | 2.437 | 2.437 | 2.437 |
| EBITDA | 48 | 30 | 105 | 161 | 277 | 394 | 407 | 439 | 396 | 318 | 455 | 486 | 375 | 446 |
| Dívida Líquida | 183 | (21) | 26 | (41) | (70) | (173) | (176) | (121) | (159) | (129) | (174) | (176) | (163) | (166) |

Fonte: Elaborado pelo Autor, Bloomberg

Tabela 41 - Múltiplos Históricos e Projetados

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | LTM | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|------|------|------|------|
| Preço/Lucro | | | | | | | | | | | | | | |
| Renner | 38 | 29 | 12 | 25 | 22 | 18 | 28 | 19 | 21 | 22 | 21 | 17 | 13 | 10 |
| Guararapes | 34 | 24 | 8 | 18 | 15 | 13 | 20 | 15 | 10 | 6 | 6 | 5 | 4 | 5 |
| Marisa | | 32 | 12 | 14 | 22 | 18 | 26 | 40 | 53 | | 6 | 6 | 10 | 6 |
| Hering | 24 | 30 | 11 | 12 | 21 | 18 | 22 | 15 | 10 | 9 | 7 | 7 | 9 | 8 |
| Mínimo | 24 | 24 | 8 | 12 | 15 | 13 | 20 | 15 | 10 | 6 | 6 | 5 | 4 | 5 |
| Máximo | 38 | 32 | 12 | 25 | 22 | 18 | 28 | 40 | 53 | 22 | 21 | 17 | 13 | 10 |
| Média | 32 | 29 | 11 | 17 | 20 | 17 | 24 | 22 | 23 | 12 | 10 | 9 | 9 | 7 |
| Mediana | 34 | 30 | 11 | 16 | 21 | 18 | 24 | 17 | 16 | 9 | 6 | 7 | 9 | 7 |
| Valor de Firma/EBITDA | | | | | | | | | | | | | | |
| Renner | 20 | 16 | 8 | 14 | 14 | 11 | 15 | 11 | 11 | 12 | 11 | 9 | 7 | 6 |
| Guararapes | 57 | 104 | 20 | 11 | 9 | 9 | 11 | 9 | 6 | 5 | 7 | 7 | 8 | 7 |
| Marisa | | 13 | 3 | 7 | 12 | 9 | 13 | 11 | 9 | 7 | 3 | 3 | 4 | 3 |
| Hering | 7 | 18 | 4 | 10 | 16 | 13 | 16 | 11 | 8 | 7 | 5 | 5 | 6 | 5 |
| Mínimo | 7 | 13 | 3 | 7 | 9 | 9 | 11 | 9 | 6 | 5 | 3 | 3 | 4 | 3 |
| Máximo | 57 | 104 | 20 | 14 | 16 | 13 | 16 | 11 | 11 | 12 | 11 | 9 | 8 | 7 |
| Média | 28 | 38 | 9 | 10 | 13 | 10 | 14 | 10 | 8 | 8 | 7 | 6 | 6 | 5 |
| Mediana | 20 | 17 | 6 | 10 | 13 | 10 | 14 | 11 | 8 | 7 | 6 | 6 | 7 | 6 |
| Preço/Valor Patrimonial | | | | | | | | | | | | | | |
| Renner | 6,9 | 7,5 | 2,7 | 5,5 | 6,8 | 5,1 | 7,6 | 5,1 | 5,3 | 5,9 | 5,7 | 4,7 | 4,0 | 3,5 |
| Guararapes | 5,8 | 3,2 | 0,7 | 2,3 | 2,5 | 2,2 | 2,9 | 2,2 | 1,5 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 0,7 |
| Marisa | | 2,6 | 1,0 | 2,8 | 5,6 | 3,7 | 5,8 | 3,1 | 2,3 | 1,2 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,8 |
| Hering | 5,1 | 2,1 | 1,6 | 4,3 | 8,3 | 7,5 | 8,8 | 5,4 | 3,1 | 2,3 | 2,1 | 1,9 | 1,8 | 1,7 |
| Mínimo | 5,1 | 2,1 | 0,7 | 2,3 | 2,5 | 2,2 | 2,9 | 2,2 | 1,5 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 0,7 |
| Máximo | 6,9 | 7,5 | 2,7 | 5,5 | 8,3 | 7,5 | 8,8 | 5,4 | 5,3 | 5,9 | 5,7 | 4,7 | 4,0 | 3,5 |
| Média | 5,9 | 3,8 | 1,5 | 3,7 | 5,8 | 4,6 | 6,3 | 4,0 | 3,0 | 2,6 | 2,4 | 2,1 | 1,8 | 1,7 |
| Mediana | 5,8 | 2,9 | 1,3 | 3,6 | 6,2 | 4,4 | 6,7 | 4,1 | 2,7 | 1,7 | 1,5 | 1,4 | 1,3 | 1,2 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

É importante observar que para os número de máximo, mínimo, média e mediana, os múltiplos da empresa não constam na amostra dentro dos períodos. Nota-se, na Tabela 41, uma clara distorção nos múltiplos da Marisa por seu lucro estar tendendo a zero, tanto o é que este dado foi eliminado da análise dos resultados dos últimos doze meses (LTM), pois um múltiplo negativo distorce a análise setorial. Além disso, nota-se que houve uma inversão de vários desses múltiplos ao longo do tempo, pois Hering e Marisa observaram um aumento das expectativas de seus resultados a medida que passaram a abrir mais lojas. Já a Renner, tradicionalmente mantém múltiplos mais elevados que os concorrentes, sustentando patamares mais elevados de expectativas. Contudo, em 2014 nos últimos doze meses, observa-se uma ampliação de múltiplos por parte de Renner, mas uma contração dos números de Guararapes e Marisa (exceto no índice preço/lucro, dado o efeito anteriormente citado), refletindo o momento difícil macroeconômico e a aversão ao risco.

Tabela 42 - Avaliação Relativa Final

| Metodologia | Ano | Medida | Múltiplos | Valor da Firma | Dívida Líquida | Valor de Mercado |
|----------------------------------|------|--------|-----------|----------------|----------------|------------------|
| Análise de Pares Listados | | | | | | |
| EBITDA | LTM | 396 | 7,6x | 3.022 | (159) | 3.181 |
| | 2015 | 455 | 6,6x | 3.002 | (174) | 3.176 |
| | 2016 | 486 | 6,0x | 2.937 | (176) | 3.113 |
| | 2017 | 375 | 6,5x | 2.419 | (163) | 2.582 |
| | 2018 | 446 | 5,2x | 2.339 | (166) | 2.505 |
| Lucro | LTM | 319 | 12,4x | 3.809 | (159) | 3.968 |
| | 2015 | 332 | 9,9x | 3.106 | (174) | 3.280 |
| | 2016 | 349 | 8,8x | 2.893 | (176) | 3.068 |
| | 2017 | 280 | 8,8x | 2.294 | (163) | 2.457 |
| | 2018 | 321 | 7,3x | 2.166 | (166) | 2.332 |
| Valor Patrimonial | LTM | 1.076 | 2,6x | 2.604 | (159) | 2.763 |
| | 2015 | 1.149 | 2,4x | 2.588 | (174) | 2.761 |
| | 2016 | 1.289 | 2,1x | 2.475 | (176) | 2.651 |
| | 2017 | 1.365 | 1,8x | 2.361 | (163) | 2.524 |
| | 2018 | 1.461 | 1,7x | 2.247 | (166) | 2.413 |
| | | | | | Média 15 e 16 | 3.008 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Assim, colocando a média dos múltiplos da empresa do setor para cada período e as projeções para os próximos quatro anos da Hering, chega-se a diferentes valores para companhia. Observando que, para chegar ao valor de mercado pelo múltiplo EV/EBITDA é

multiplicada a média do múltiplo pela medida e descontada a dívida líquida (somado o caixa líquido no caso de Hering). Já para se deduzir o valor de mercado pelos demais múltiplos, basta multiplicar a medida pelo múltiplo, uma vez que estes são indicadores de valor de mercado.

Os múltiplos que são observados no último ano de projeção podem ser chamados de múltiplos de saída e serão utilizados na análise do fluxo de caixa descontado, pois a partir destes é possível dizer que uma companhia deste setor vale, na perpetuidade, cerca de cinco vezes seu EBITDA e sete vezes seu lucro.

Tendo em vista o risco corrido pela tomada dos múltiplos e projeções por menos analistas a partir do ano de 2017, o valor final leva em consideração a média de todos os valores de mercado dos três múltiplos para os períodos de 2015 e 2016.

Por meio da análise de múltiplos comparáveis, é possível dizer que a Cia Hering S/A vale R\$ 3.008 milhões, ou R\$ 18,37, valor maior este que a cotação do dia 30 de Outubro de 2015, de R\$ 15,15.

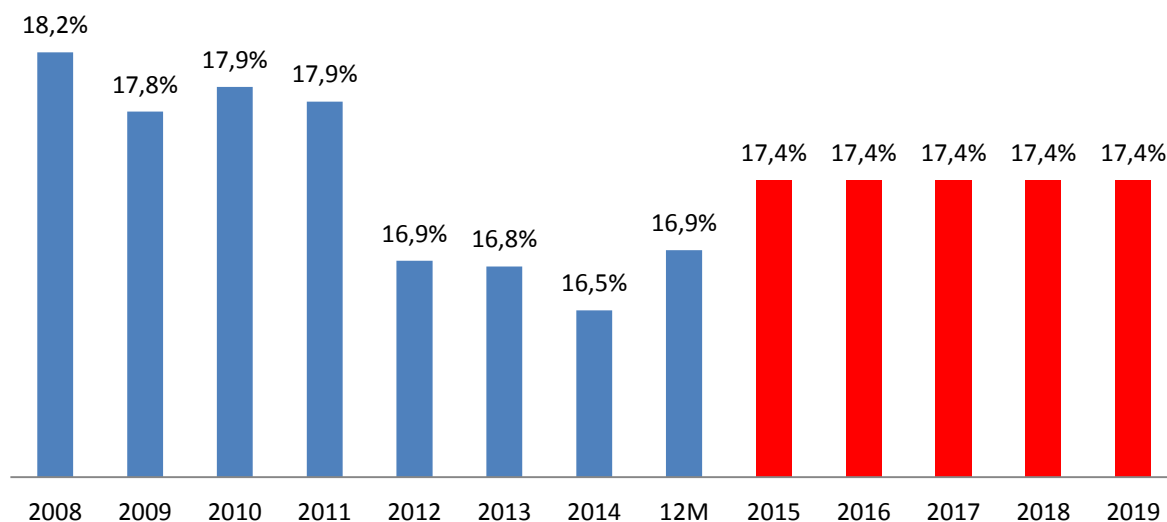
6.3.1. Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

Para melhor compreender o modelo de fluxo de caixa utilizado, é imprescindível demonstrá-lo em partes para que se possa discernir as premissas utilizadas, sendo estas embasadas na análise previamente realizada. A análise do modelo criado será segmentada em: receita, custos e despesas, capital de giro, investimentos, depreciação, fluxo de caixa, dívida, custo de capital e, por fim, o modelo de fluxo de caixa descontado tradicional.

O primeiro pilar de projeção da companhia se dá no nível da receita. Para facilitar a compreensão deste primeiro pilar é preciso compreender como a lógica foi construída:

$$\textit{Receita Líquida} = \textit{Receita Bruta} - \textit{Deduções da Receita Bruta}$$

Para começar a construir o modelo de receita, optou-se por utilizar a receita bruta como ponto de partida, uma vez que todos os dados operacionais fornecidos pela companhia o fazem desta forma. Para fins de projeção das deduções da receita bruta, foi utilizado um percentual da receita com base na análise histórica do mesmo como pode ser visto no Gráfico 19.

Gráfico 19- Deduções Percentual da Receita Bruta

Fonte: Elaborado pelo Autor

$$\text{Receita Bruta} = \text{Mercado Interno (MI)} + \text{Mercado Externo (ME)}$$

Já a receita bruta da companhia pode ser dividida tanto em mercado interno, quanto em mercado externo sendo que o primeiro representa 97% da receita. Para não penalizar a receita total, ainda assim foi feita uma projeção simples com as poucas informações disponíveis do mercado externo.

$$\text{ME} = \text{Quantidade de lojas} \times \text{Receita por loja}$$

A quebra da receita de Mercado Externo foi realizada de acordo com a quantidade de lojas desta unidade de negócio. É importante notar que a companhia não divulga exatamente onde estas lojas são localizadas, o que torna difícil inferir em que moeda se dá a receita por loja. Deste modo, optou-se por utilizar uma quantidade de lojas constante e uma receita por loja em valores reais constantes com o repasse de inflação estimada de acordo com o cenário macroeconômico projetado anteriormente. Deste modo, é possível pensar que esta unidade de negócio não é o foco da companhia dada sua baixa relevância e oportunidades de desenvolvimento no mercado interno como será observado adiante.

$$\text{MI} = \text{Multimarcas} + \text{Franquias} + \text{Lojas Próprias} + \text{Internet} + \text{Royalties}$$

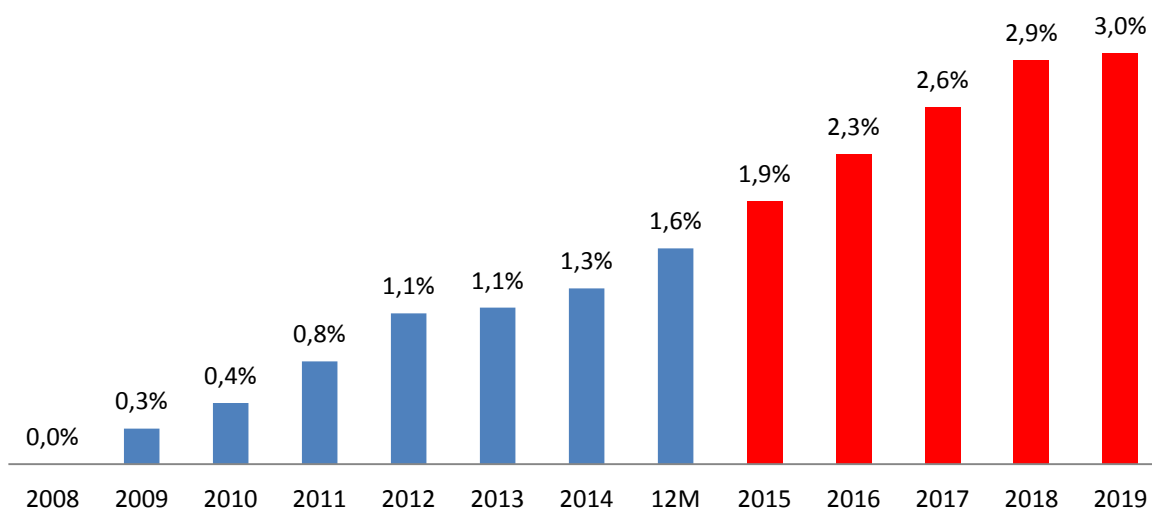
Do ponto de vista do mercado interno, a receita foi analisada de acordo com os canais de vendas utilizados pela companhia somados aos royalties de 2% sobre o valor das compras

das franquias, sendo este 2% justificado posteriormente quando analisado este segmento de negócios em específico. Optou-se pela quebra de receitas do ponto de vista de canais de distribuição frente à análise por marca pelo fato de que é possível inferir uma reconciliação entre as duas partindo da análise por canal, mas o mesmo não é possível se a primeira abertura fosse feita por marca, pois a companhia não abre qual é a receita de cada marca em cada canal. Assim, foram utilizadas inferências para agrupar a empresa sobre dois pilares em termos de marcas: Rede Hering e demais marcas, aqui inclusas Hering Kids, PUC, DZARM e Hering for You.

Internet = Receita Bruta do ano anterior × Percentual da Receita

Embora a companhia comente que a internet deve se tornar uma receita com maior relevância no futuro, a Hering não fornece nenhum tipo de projeção desta relevância. Observando o cenário de internet conforme descrito, optou-se por projetar que a receita do segmento de internet representará 3% da receita em 2019, conforme pode ser visto no Gráfico 20, e que haverá crescimento linear até esta data.

Não existe um modelo ainda consolidado no setor de varejo de vestuário online, de modo que tratar o crescimento deste setor de modo exponencial parece ser um cenário muito otimista, uma vez que foi o segmento da internet que mais retraiu em termos de consumo no primeiro semestre de 2015. É difícil pensar que este segmento de negócios possa se tornar relevante para indústria como um todo no prazo de cinco anos, pois os consumidores ainda enfrentam problemas de experimentação no ambiente online. Além disso, por se tratar de um ambiente que está havendo uma grande consolidação por empresas nascentes e que trazem prejuízos consecutivos em seus balanços, parece apropriado que a Hering não entre de vez em uma guerra de preços para ganhar participação de mercado.

Gráfico 20 - Participação da Receita de Internet no Total da Receita Bruta

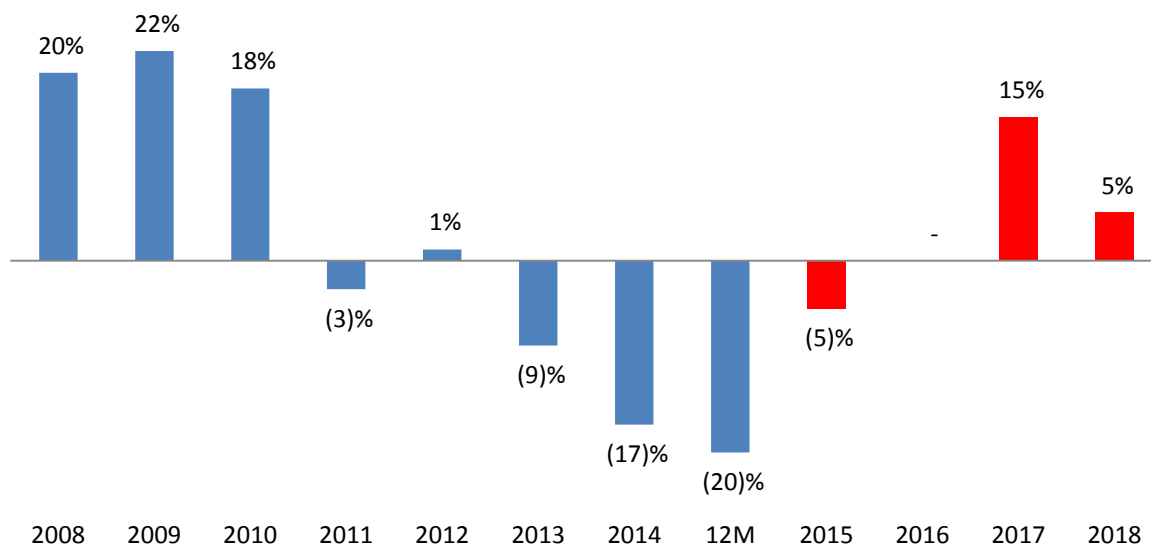
Fonte: Elaborado pelo Autor

Multimarcas = Quantidade de Clientes × Ticket Médio por Cliente

Para a análise do canal de multimarcas, a companhia fornece uma análise de dois níveis de profundidade. As aberturas fornecidas são: quantidade de clientes por marca (sendo que a marca Hering e Hering Kids são consolidadas) e receita total. Deste modo, ao realizar o quociente entre o último e o primeiro, é possível obter o ticket médio destes consumidores.

Para fins de projeção, não foi adicionado qualquer cliente novo daqueles observados no terceiro trimestre de 2015. Contudo, é importante notar que este é um potencial perigo para a empresa, dado o cenário recessivo macroeconômico. De modo que foi projetada uma queda substancial no ticket médio destes clientes pensando que cada um, individualmente deve comprar menos e buscar negociações de produtos de menor preço dentro do portfólio da companhia. Além disso, uma queda do ticket médio pode ocorrer por conta do esforço da companhia de reduzir o estoque dos franqueados, repassando parte destes valores para este canal, cujos clientes possuem um perfil semelhante ao de atacadistas, buscando preços agressivos.

Como pode ser observado no Gráfico 21, foi projetada uma retomada do ticket médio a partir do momento que a situação econômica comece a se estabilizar no futuro e que haja uma substituição de clientes que buscam descontos por multimarcas que buscam a qualidade e a marca oferecida pela Hering.

Gráfico 21 - Evolução do Ticket Médio Real

Fonte: Elaborado pelo Autor

Lojas Próprias = Lojas Próprias Marca Hering + Lojas Próprias de Demais Marcas

O segmento de lojas próprias da companhia diz respeito ao negócio que envolve a venda diretamente para o consumidor final, sell out. A companhia divulga duas informações que possibilitam a divisão destes negócios na abertura sugerida: o valor total de receita de lojas próprias e o sell out de lojas próprias da Rede Hering, assim, ao realizar a subtração, é possível inferir qual é a receita de lojas próprias advinda das demais marcas.

É importante pontuar que a análise de sell out possui mais de uma segmentação. A abertura fornecida pela companhia pode ser tanto do sell out total aberto pela por lojas próprias e franquias, quanto pode ser fornecido com maiores detalhes com informações tais como: peças vendidas, atendimentos realizados e, conseqüentemente, peças por atendimento, preço médio e ticket médio. Estas informações são especialmente importantes para as análises posteriores, pois elas foram organizadas de forma diferente para realizar uma análise mais consistente das lojas próprias e franquias da Rede Hering, como será observada posteriormente.

Sell Out = Área de Vendas Marca Hering × Receita de Sell Out por m²

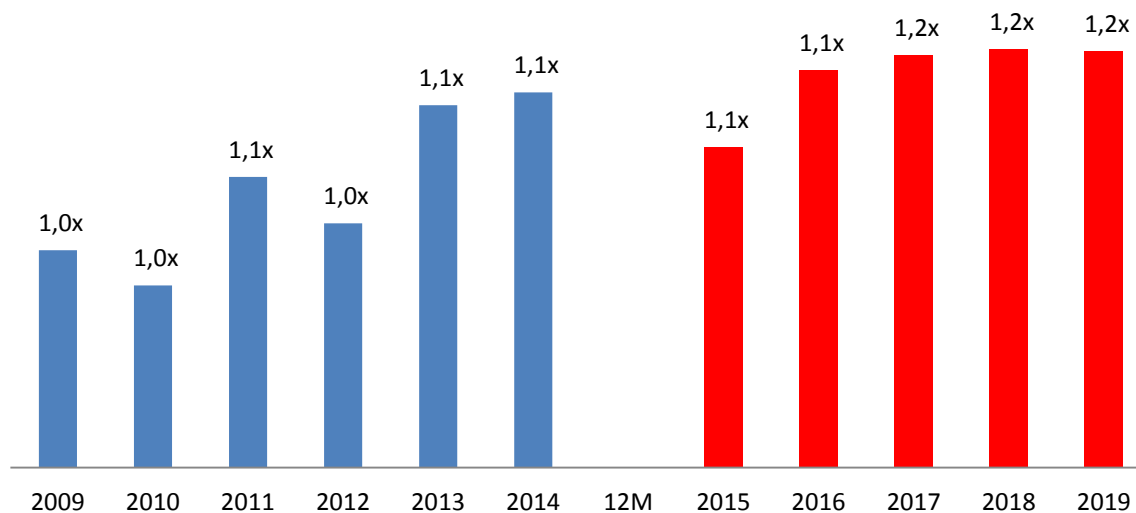
Para fins de análise, o sell out total foi construído de modo que uma análise da receita por metro quadrado e metragem quadrada fosse obtida, uma vez que há diferenças no tamanho médio das lojas próprias e franquias, assim como a localização dos pontos são

diferentes. Embora a companhia não forneça o número de lojas próprias e franquias em shoppings, a empresa quando do lançamento das marcas Hering Kids, DZARM e Hering for You estabeleceu as lojas próprias nestes locais, de modo que é possível inferir que as lojas próprias da Rede Hering encontram-se dentro de conjuntos comerciais. Como há uma diferença grande da área de franquias (87% da área de vendas da marca) e lojas próprias na Rede Hering, a análise de receita por metro quadrado e metragem quadrada fica ainda mais evidente.

$$\text{Receita de sell out por m}^2 = \frac{\text{Atendimentos}}{\text{Área de Vendas}} \times \frac{\text{Peças}}{\text{Atendimento}} \times \frac{\text{Receita}}{\text{Peça}}$$

Essa construção leva em consideração que lojas de tamanhos de diferentes podem ter um maior número de atendimentos por área de vendas se estas forem localizadas em pontos mais ou menos movimentados, além disso, evidencia que um cliente pode comprar mais peças em cada atendimento se a coleção for bem elaborada e este possuir renda para tal. Por fim, esta lógica ainda possibilita a análise do preço cobrado pela companhia.

Gráfico 22 - Preço da Rede Hering Relativo ao Preço do Mercado Adulto de Vestuário

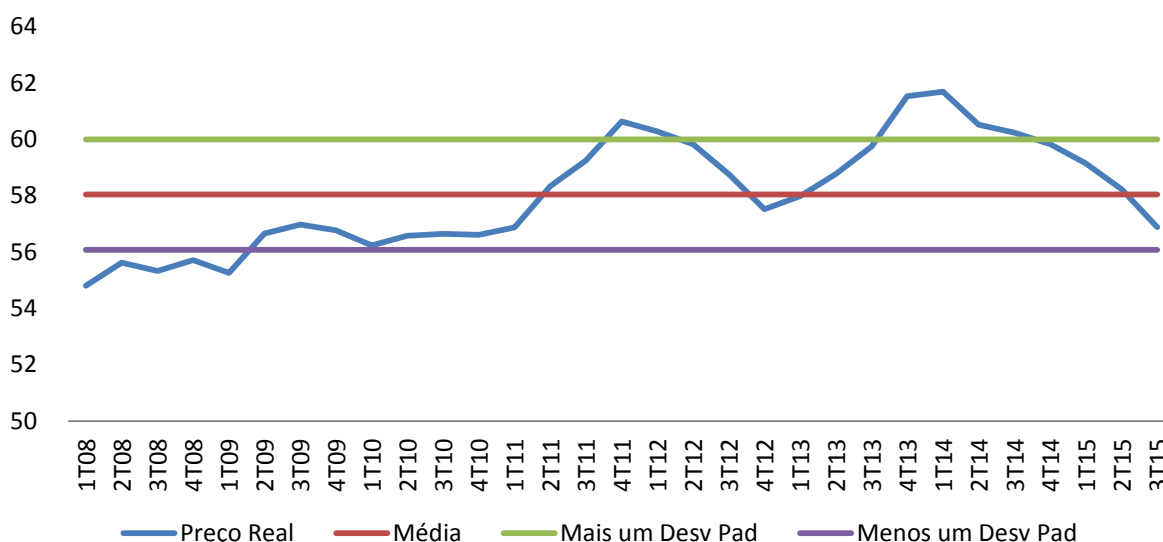


Fonte: Elaborado pelo Autor

O Gráfico 22 mostra que este preço ao consumidor pode ser comparado com o preço médio de mercado fornecido pela Euromonitor. Esta análise corrobora com a conclusão de que a Hering está situada levemente acima dos concorrentes em relação ao preço cobrado, atendendo um público que valoriza a qualidade fornecida pela empresa e a marca que a companhia possui.

Para fins de projeção da receita por metro quadrado do sell out total, considerou-se constante a variável de peças por atendimento e o preço foi projetado em valores reais com reajuste de inflação futura. O preço real do ano de 2015 foi projetado como uma queda real de preços 1,1 ponto percentual a mais que aquela observada nos últimos doze meses em relação ao ano de 2014, dada a expectativa de que o quarto trimestre de 2015 será pior que o quarto trimestre de 2014. Por outro lado, para os demais anos foi utilizada a premissa de que o preço real será de R\$ 58,00 dado que os preços da companhia estão baixos neste ano para que haja redução de estoques nas lojas, de modo que é possível acreditar que, ao fim deste processo, o preço deva voltar para um patamar razoável historicamente. O preço de R\$ 58,00 foi escolhido de acordo com uma análise do comportamento do preço real anualizado (para retirar o efeito sazonal) trimestralmente representada no Gráfico 23.

Gráfico 23 - Análise Trimestral do Preço Real



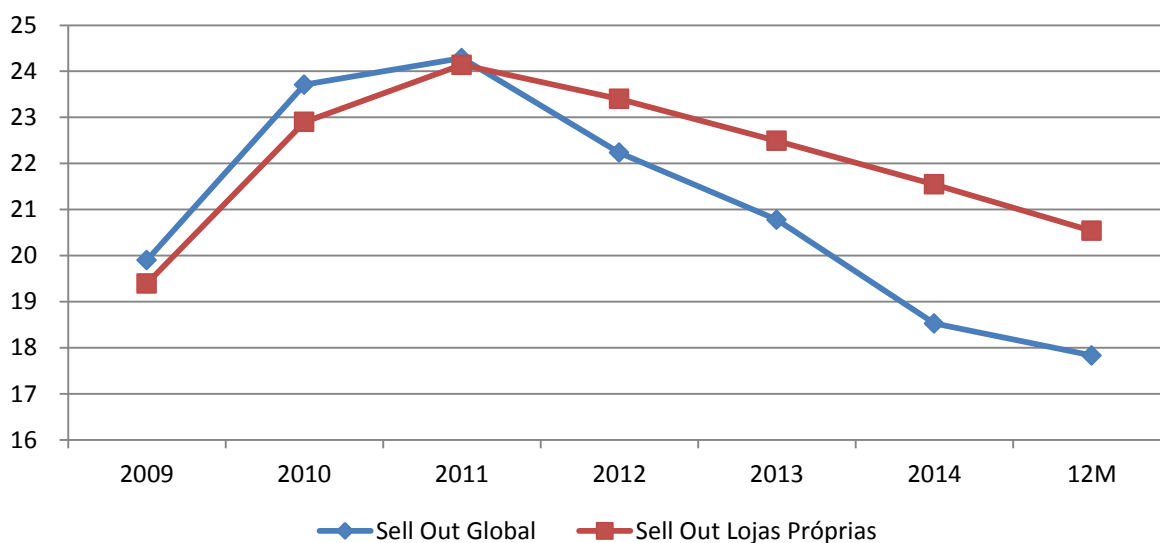
Fonte: Elaborado pelo Autor

$$\text{Lojas Próprias Marca Hering} = \text{Área de Vendas} \times \text{Receita por m}^2$$

Elaborado o modelo de projeção do sell out total da marca Hering, foi utilizada a mesma metodologia para se projetar a receita de sell out por metro quadrado das lojas próprias da marca com ajustes quanto à quantidade de atendimentos por metro quadrado. Para projeção das receitas das lojas próprias, foram mantidos os mesmos preços praticados no sell out total, uma vez que a companhia possui preços tabelados para todas as lojas com bandas inferiores e superiores, mas, para grau de simplificação, foi utilizado o mesmo preço médio.

Como a quantidade de peças por atendimento foi mantida a mesma do sell out total, assim como o preço, a única forma da receita por metro quadrado do sell out de lojas próprias da marca Hering ser diferente daquele observada no sell out total é por meio de uma diferença na quantidade de atendimentos por metros quadrados. Isso é comprovado se for analisado o passado com base nessas premissas, vide o Gráfico 24.

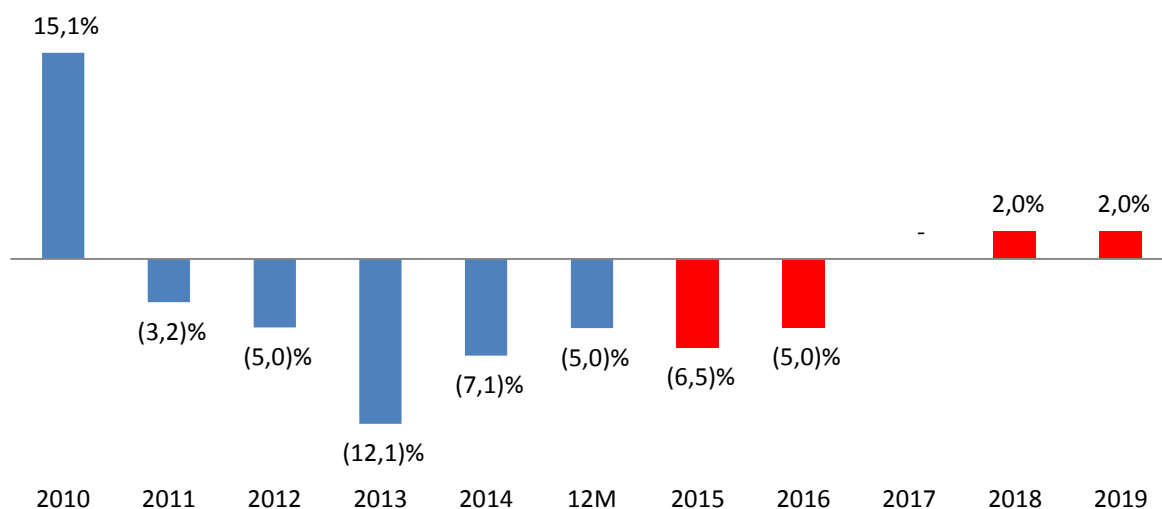
Gráfico 24 - Receita por m² - R\$ mil



Fonte: Elaborado pelo Autor

Tendo em vista a relação descrita, foi possível projetar o sell out de lojas próprias utilizando os preços e razões de peças por atendimento para modelar o movimento das lojas e concluir a modelagem da receita por metro quadrado. Tendo em vista o cenário macroeconômico à frente, foi utilizada como premissa uma queda nos atendimentos por metro quadrado nas lojas próprias durante três anos e um aumento gradual a partir de então com a retomada da atividade econômica como é demonstrado no Gráfico 25.

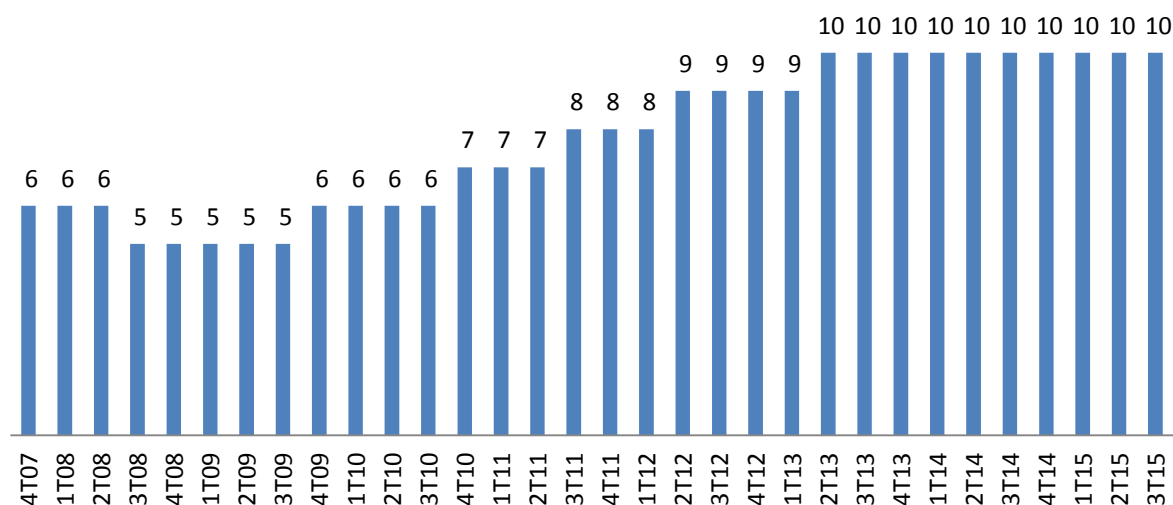
O fato dos preços de franquias e lojas próprias ser o mesmo e pelo fato das lojas próprias não necessitarem deixar o mark-up de 2,2 vezes ao franqueado, faz com que as lojas próprias da Hering sejam líderes no segmento de vestuário em se tratando de margens brutas, pois como a margem bruta da rede próxima de 50%, é possível estimar que estas lojas possuem margens brutas próximas de 75%.

Gráfico 25 - Variação de Atendimentos por m² de Lojas Próprias

Fonte: Elaborado pelo Autor

Olhando pelo lado da metragem quadrada é possível observar que foi projetado um aumento de uma loja 2015, duas em 2016 e 2017 e mais uma loja nos demais anos, sendo todas elas de mesmo tamanho das demais. Essa projeção se dá com base no fato de que a empresa possui um modelo de franquias e que a relação entre lojas próprias e franquias é estável ao longo dos últimos períodos. Isso pode ser interpretado como uma forma da empresa medir quanto de contato diretamente com o cliente é necessário para operar uma malha de franquias. Por exemplo, caso a empresa possua uma rede muito vasta de franquias, ela necessitará de mais lojas próprias para entender o comportamento de um consumidor mais amplo, bem como instalar lojas conceitos, que sirvam como âncora para o desenvolvimento da marca e sustentação da vantagem competitiva de seu franqueado. Assim, para cada dez novas franquias, foi projetada a abertura de uma nova loja própria conforme o histórico apresentado no Gráfico 26.

Gráfico 26 - Franquias por Loja Própria - Marca Hering



Fonte: Elaborado pelo Autor

$$\text{Lojas Próprias das Demais Marcas} = \text{Área de Vendas} \times \text{Receita por m}^2$$

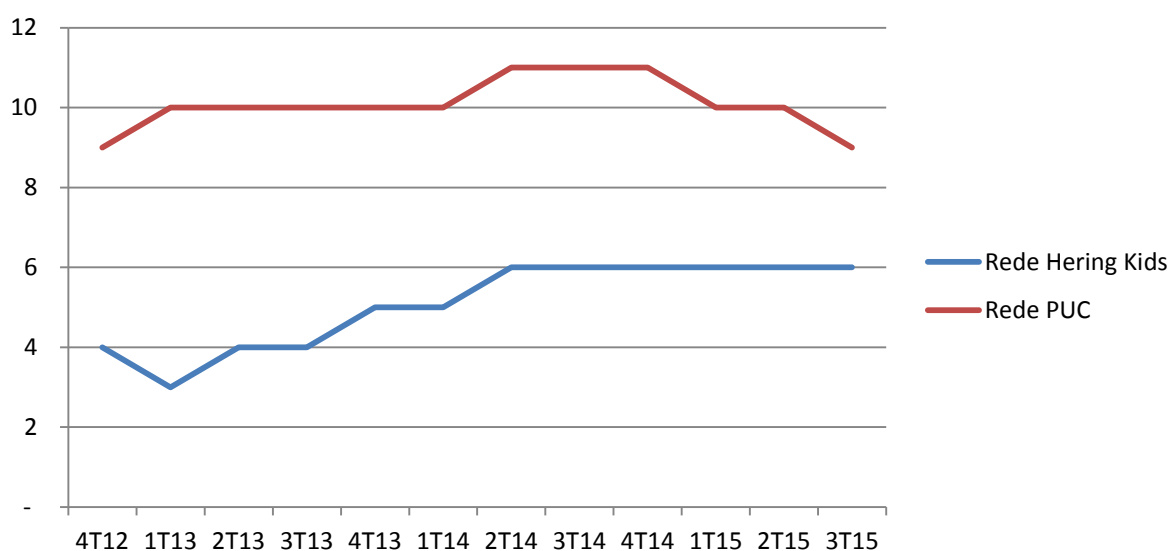
Embora o método de cálculo da metragem quadrada das demais lojas próprias seja o mesmo daquele utilizado para o cálculo de abertura de novas lojas próprias da marca Hering, a receita por metro quadrado teve de ser calculada de forma diferente, pois as informações de preços, atendimentos e peças são divulgadas exclusivamente para sell out da marca principal da companhia. Conservadoramente, não foi feita a quebra por marca desta receita por metro quadrado, mas o cálculo de metragem quadrada pode ser aberto de acordo com esta segmentação.

Por este segmento de negócio ter receita por metro quadrado semelhante àquele observado nas lojas próprias de marca Hering, foi utilizada a mesma variação neste indicador para projetar o crescimento. Isso se dá pelo fato de que como a companhia não divulga se a redução de estoque na loja é apenas da marca principal ou das demais, de modo que foi utilizada a mesma metodologia, assim como foi assumido que a composição de lojas próprias em shoppings centers é semelhante.

O cálculo de metragem total foi segmentado em quatro marcas com a quantidade de lojas, área total e, por conseguinte, tamanho médio das lojas. Assim, Hering Kids e PUC, por já serem marcas consolidadas da companhia com um canal de franquia já estabelecido tiveram suas quantidades de lojas calculadas do mesmo modo que as da marca principal; contudo,

para Hering Kids foi assumida uma loja para seis franquias e, no caso da PUC, uma loja para cada dez franquias. Isso se deve ao fato de que a Hering Kids é mais nova que a PUC e pelo fato que levaram oito anos para que a marca Hering saísse de uma loja própria para seis franquias até o nível de uma loja própria para dez franquias. A PUC já existia antes de 2007, de modo que não se sabe como foi esta curva, mas hoje a empresa possui um índice que varia de nove até onze lojas franquias por loja própria como demonstrado na análise histórica do Gráfico 27.

Gráfico 27 - Proporção de Franquias para Lojas Próprias



Fonte: Elaborado pelo Autor

Os casos da Hering for You e da DZARM são especiais, uma vez que estas duas marcas possuem apenas lojas próprias e ambas iniciaram suas atividades, tal qual estão hoje, apenas em 2015. É importante notar que a DZARM não foi criada em 2015, mas que passou por um processo de reestruturação e teve suas lojas fechadas. Ainda, cabe dizer que a DZARM era uma marca voltada tanto para o público masculino, quanto para o feminino. As duas lojas que foram abertas pela empresa mostraram; contudo, que apenas o segmento feminino teve bom desempenho e a companhia optou por repensar a marca voltando-se exclusivamente ao público feminino. Assim, manteve-se o número atual de lojas, em 2015, 2016 e 2017, sendo apenas duas lojas da DZARM e três Hering for You, as quais possuem cronograma de abertura para este ano. Foi decidido colocar uma expansão de uma loja própria para quatro franquias quando do lançamento das franquias, aqui assumido apenas em 2018

diante de um melhor cenário macroeconômico. É importante observar que o tamanho médio das lojas foi mantido constante.

$$\text{Franquias} = \text{Marca Hering} + \text{Franquias de Demais Marcas}$$

Concluindo-se a análise do segmento de negócios de lojas próprias, é preciso ter uma visão a cerca da estratégia de franquias. É importante notar que, na receita da companhia, o valor das vendas no segmento franquias é a venda da Cia Hering para essas lojas, as quais adicionam um mark-up de 2,2 vezes, de modo que esta proporção foi feita para realizar o cálculo inverso. Como se tem o sell out das lojas de marca Hering, ao dividir este valor pelo mark-up, obtém aproximadamente a receita de franquias desta marca. Esta análise, contudo, retira da conta possíveis aumentos e reduções de estoques nessas lojas. Por outro lado, é possível pensar que, no longo prazo, a idade média dos estoques dessas lojas deve se manter estável e que períodos de mais estoque cancelarão períodos de menor estoque. Tendo o sell in de lojas franqueadas de marca Hering, utiliza-se o saldo de sell in para se chegar ao valor de receitas de franquias das demais marcas.

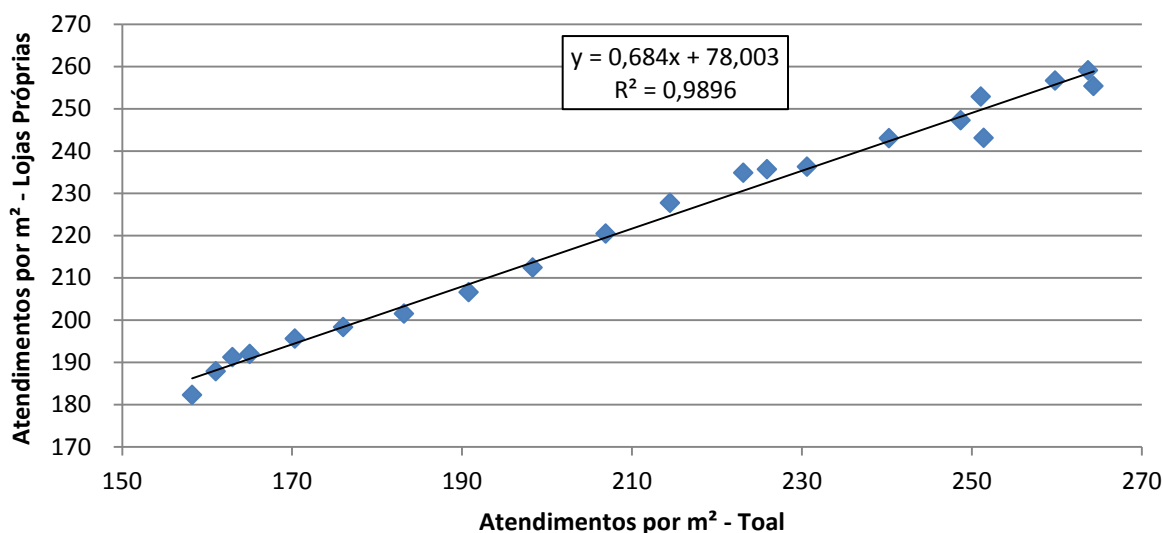
$$\text{Lojas Franqueadas Marca Hering} = \text{Área de Vendas} \times \text{Receita por } m^2$$

A receita das lojas franqueadas de marca Hering é construída a partir do sell out e, ao término da modelagem, trazida para o valor e sell in dividindo-se pelo mark up normal de 2,2 vezes. Para se calcular a receita por metro quadrado, adotou-se como premissa o fato de que os preços das lojas próprias e das franquias são iguais, bem como a quantidade de peças por atendimento, diferindo apenas na quantidade de atendimentos por metro quadrado. A quantidade de atendimentos foi obtida da subtração dos atendimentos totais de sell out daqueles realizados nas lojas próprias de acordo com uma regressão da quantidade de atendimentos por metro quadrado do total e das lojas próprias (representada no Gráfico 28), de modo que foi obtida a quantidade de atendimentos total e o saldo de franquias como a subtração das demais contas. Como as demais projeções de preços e atendimentos por metro quadrado já foram realizadas anteriormente, os resultados obtidos de sell out das franquias é obtido automaticamente pelas diferenças.

Para se estimar a metragem quadrada desta unidade de negócio, foi feita uma análise para identificar as melhores oportunidades de crescimento em shoppings centers, excluindo o potencial de abertura de lojas de rua, pois, diante de um cenário macroeconômico de instabilidade, faz sentido pensar que os franqueadores darão prioridade para aquelas

oportunidades em shoppings centers, tanto aqueles que estão sendo lançados, bem como em lugares que a concorrência já possui presença, mas a Hering ainda não se encontra. Assim, divide-se o potencial em dois: lojas em novos shoppings e lojas em shoppings que carecem de cobertura da Rede Hering.

Gráfico 28 - Correlação de Atendimentos por m²



Fonte: Elaborado pelo Autor

Primeiramente, observa-se que a quantidade de shoppings centers utilizada foi àquela divulgada pela ABRASCE sem novos adiantos conforme a projeção demonstrada anteriormente. Para além do período de dois anos, foi estimada a abertura de treze shoppings por ano, sendo este número resultado de 30% da média das aberturas de 2009 a 2014, dado um ciclo de menor crescimento do setor e de consolidação do mesmo, além de um cenário desafiador do ponto de vista macroeconômico, mas com oportunidade para crescimentos e cobertura de uma maior população que hoje ainda não possui acesso a estes ambientes. Não obstante, nota-se que a Hering possui lojas em apenas 60% dos shoppings centers, de modo que esta proporção foi mantida para os lançamentos futuros também.

Do lado de oportunidades ainda não exploradas, foi criada uma regra que diz que shoppings em que pelo menos três concorrentes se fazem presentes, mas a Hering ainda não o faz, são oportunidades interessantes de serem observadas para identificar localidades que possuem movimento suficiente para ter redes de vestuário deste porte. Como algumas das empresas divulgam em seus websites a localização das lojas para que o consumidor saiba onde há uma mais perto de onde ele está, foram tabuladas todas as localidades das seguintes

marcas: Brasileirinhos, Calvin Klein, Camicado, Dudalina, John John, Le Lis Blanc, Levi's, Malwee, Marisa, Noir, North Face, Renner, Riachuelo, Rosa Chá, Timberland, Tommy Hilfinger, Vans, Youcom, bem como das marcas da empresa estudada também. Todavia, mesmo quando se eliminam as localidades em duplicidade, é possível notar que o número de lojas encontrado não é exatamente aquele demonstrado pelas empresas de capital aberto. Existem diferentes hipóteses para isso, tais como: não eliminação de lojas que fecharam, não inclusão de novas lojas, atualização dos websites se dá em tempos diferentes da divulgação dos relatórios e etc. Este critério constitui 16 lojas a serem exploradas e mais um outlet, mas a Hering não possui lojas em outlets, de modo que esta essa premissa foi mantida. Assim, a Tabela 43 traz exatamente quais são estas localidades.

Tabela 43- Shoppings-alvo Marca Hering

| SHOPPING | Hering | Total |
|------------------------------------|--------|-------|
| AMAZONAS SHOPPING CENTER | - | 6 |
| CAPIM DOURADO SHOPPING | - | 6 |
| FLAMBOYANT SHOPPING CENTER | - | 12 |
| GOIÂNIA SHOPPING | - | 9 |
| GOLDEN SQUARE SHOPPING CENTER | - | 7 |
| MANAUARA SHOPPING | - | 8 |
| NATAL SHOPPING CENTER | - | 4 |
| PASSEIO DAS ÁGUAS SHOPPING | - | 7 |
| PRAIAMAR SHOPPING CENTER | - | 6 |
| SHOPPING CENTER IGUATEMI SAO PAULO | - | 6 |
| SHOPPING DO VALE DO AÇO | - | 5 |
| SHOPPING IGUATEMI ESPLANADA | - | 6 |
| SHOPPING ITAGUAÇU | - | 7 |
| SHOPPING LEBLON | - | 5 |
| SHOPPING PONTA NEGRA | - | 5 |
| VIA VALE GARDEN SHOPPING | - | 6 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

É importante pontuar que o Shopping Leblon possui 70% de seu público de classe A, de acordo com a ABRASCE, concentração esta em que a Hering possui poucas lojas, uma vez que são apenas sete lojas em shoppings onde classe A representa 50%. Além disso, os shoppings Amazonas Shopping Center, Manuara Shoppings Center e Shopping Ponta Negra são localizados em Amazonas, localidade esta inexplorada pela rede de franquias Hering, mas com potencial de consumo.

A curva de exploração dessas unidades foi projetada em 10% das lojas em 2015, 10% em 2016, e 26,6% das lojas em cada um dos três anos posteriores como um reflexo da melhoria macroeconômica até lá. Para o tamanho dessas lojas, utilizou-se o tamanho mínimo que uma franquia da marca deve possuir, que é de 120 m².

$$\text{Lojas Franqueadas das Demais Marcas} = \text{Área de Vendas} \times \text{Receita por m}^2$$

O método de cálculo das receitas de franquias das demais marcas segue a mesma lógica descrita para as lojas próprias em termos de receita por metro quadrado, ou seja, seguindo a mesma mudança percentual da marca Hering, mas das lojas de franquias. A diferença maior se dá na modelagem da quantidade de lojas e suas metragens. Para que a análise faça sentido, é preciso discernir cada uma das marcas para que as lógicas sejam exploradas. Primeiramente, na Hering Kids, o aumento da quantidade de lojas foi feito de acordo com o potencial de abertura por meio de uma análise de concorrência com a marca Brasileirinhos, linha infantil da marca Malwee, a qual também vem expandindo em um modelo de franquias. Assim observou-se a concorrente está em 20 pontos que a Hering Kids ainda não alcançou, sendo que todos eles são em shoppings center que a marca Hering já está presente, de modo que a empresa poderia flexibilizar os termos para que estes franqueados possam assumir mais um ponto dentro dessas mesmas localidades, facilitando a gestão das lojas ou atraindo outros franqueados e novos investidores. As localidades exatas são encontradas na Tabela 44.

Tabela 44 - Shoppings-alvo Marca Hering Kids

| SHOPPING | Hering | Hering Kids | Brasileirinhos |
|--------------------------------|--------|-------------|----------------|
| BARRASHOPPING | 1 | - | 1 |
| BH SHOPPING | 1 | - | 1 |
| BOULEVARD SHOPPING SÃO GONÇALO | 1 | - | 1 |
| BRASIL PARK SHOPPING | 1 | - | 1 |
| BURITI SHOPPING RIO VERDE | 1 | - | 1 |
| ESPLANADA SHOPPING CENTER | 1 | - | 1 |
| MANAIRA SHOPPING CENTER | 1 | - | 1 |
| MINAS SHOPPING | 1 | - | 1 |
| PARKSHOPPING | 1 | - | 1 |
| PLAZA SHOPPING (RJ) | 1 | - | 1 |
| PORTO VELHO SHOPPING | 1 | - | 1 |
| RIOMAR SHOPPING (RECIFE) | 1 | - | 1 |
| SÃO LUIS SHOPPING CENTER | 1 | - | 1 |

| | | | |
|----------------------------|---|---|---|
| SHOPPING CONJUNTO NACIONAL | 1 | - | 1 |
| SHOPPING CONTAGEM | 1 | - | 1 |
| SHOPPING PRAIA DA COSTA | 1 | - | 1 |
| SHOPPING TABOÃO | 1 | - | 1 |
| SHOPPING TACARUNA | 1 | - | 1 |
| TAGUATINGA SHOPPING | 1 | - | 1 |
| TIETÊ PLAZA SHOPPING | 1 | - | 1 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

É importante notar ainda que a Hering Kids e a Malwee disputam não apenas localidades, mas franquias, uma vez que as duas possuem este modelo de negócios. Para essa disputa, foi analisada, na Tabela 45, a atratividade do ponto de vista do investimento inicial necessário para instalação de cada uma das cadeias de lojas.

Tabela 45 - Regras de Franquia

| | Hering Kids | PUC | Malwee Brasileirinhos | Malwee Carinhoso | Malwee Pucket | Marisol | Lilica Tigor |
|-----------------------------------|-------------|---------|-----------------------|------------------|---------------|---------|--------------|
| Instalações por m ² | 5.000 | 3.400 | 3.500 | 5.500 | 5.000 | - | - |
| Taxa de Franquia | 40.000 | 40.000 | 47.000 | 47.000 | 48.000 | 40.000 | 40.000 |
| Equipamentos e Sistemas de Gestão | 15.000 | 15.000 | 80.000 | 60.000 | 30.000 | - | - |
| Marketing e Inauguração | 10.000 | 10.000 | 15.000 | 15.000 | 10.000 | - | - |
| Projeto Arquitetônico | | - | - | - | - | - | 10.000 |
| Estoque Inicial | 150.000 | 150.000 | 90.000 | 100.000 | 80.000 | 100.000 | 130.000 |
| Capital de Giro | 150.000 | 90.000 | 50.000 | 50.000 | 50.000 | 50.000 | 100.000 |
| Royalties | 2% | 2% | 3% | 3% | 1% | 5% | 31,25% |
| Propaganda | 3% | 3% | 2% | 2% | 2% | | 2,75% |
| Metragem mínima - m ² | 60 | 60 | 40 | 40 | 40 | | |
| Instalação Mínima | 300.000 | 204.000 | 140.000 | 220.000 | 200.000 | 200.000 | 250.000 |
| Custo Mínimo Total | 672.500 | 516.500 | 425.600 | 496.000 | 421.056 | 395.000 | 574.200 |

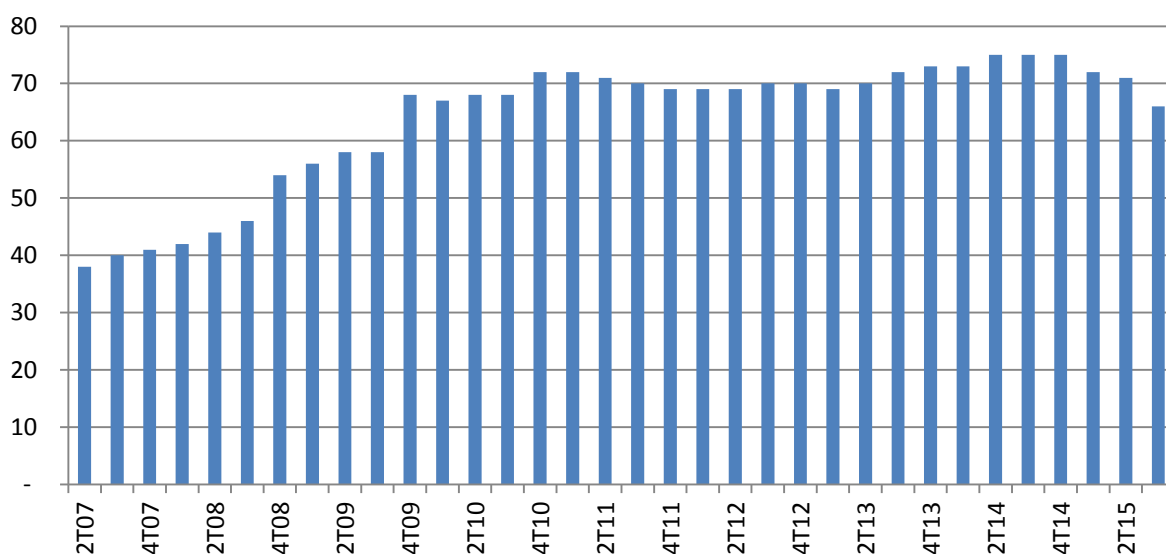
Fonte: Elaborado pelo Autor

Nota-se que o custo total de instalação da Hering Kids é superior ao das demais lojas infantis, mas ao mesmo tempo, é importante notar que as lojas são dez metros quadrados superiores que ao dos concorrentes. O custo mais elevado vem de um preço de instalação maior por metro quadrado, mas alinhado com demais lojas do setor. As lojas Carinhoso e Pucket são franquias também infantis da Malwee, assim como a Marisol e a Lilica & Tigor são do Grupo Marisol, mas não foram encontradas outras informações a cerca destas empresas. Por outro lado a Hering possui uma marca consolidada no mercado e uma rede de franquias da marca Hering extensa que proporciona um conhecimento diferenciado a cerca do

dia a dia do varejo, assim como um reconhecimento do consumidor por estar presente com muitas lojas em diferentes localidades e mercados do país.

O tamanho da malha de franqueados da PUC foi mantido constante, dado que a análise histórica do Gráfico 29 aponta que a empresa possui a mesma quantidade de lojas há muito tempo e, por atuar em um mercado de maior valor agregado que a Hering Kids, não há expansão prevista pelo atendimento integral de seu mercado de interesse.

Gráfico 29 - Quantidade de Franquias - PUC



Fonte: Elaborado pelo Autor

Quanto às marcas Hering for You e DZARM, a metodologia utilizada é diferente das demais, já que a empresa não possui franqueados destas marcas. Contudo, a Hering se vê como uma empresa gestora de marcas, de modo que é possível pensar que o mesmo planejamento realizado para o lançamento da Hering Kids pode se repetir para estas duas marcas. Assim, a mesma curva de aberturas de lojas desta foi utilizada para as duas marcas a partir do ano de 2018, quando a situação macroeconômica deve ser equalizada de acordo com a análise do macroambiente econômico realizada anteriormente.

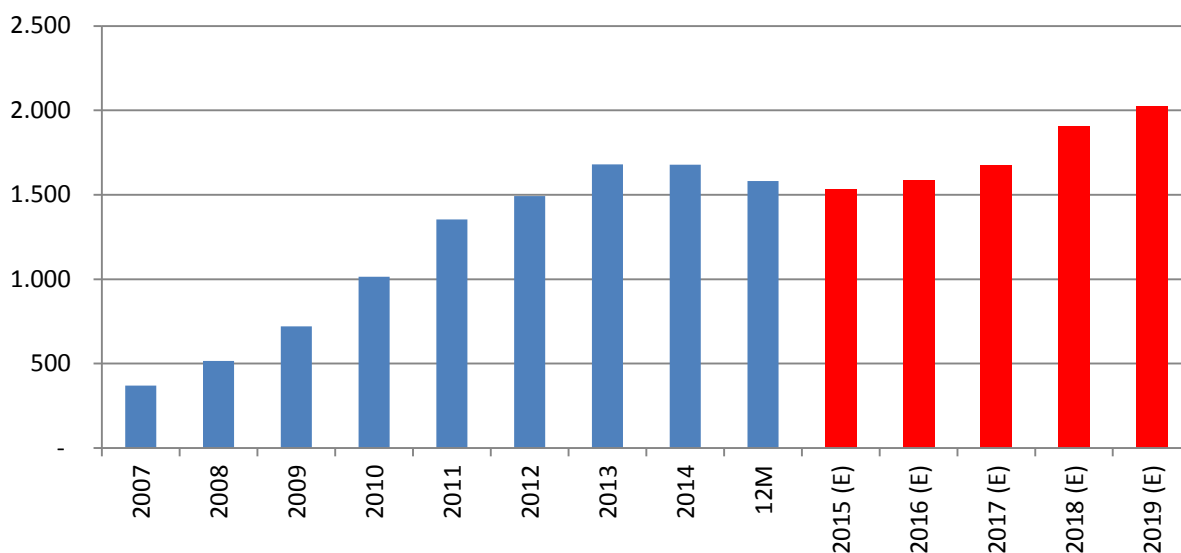
Para que seja possível chegar à área total das demais marcas, foi utilizada a metodologia de adição marginal de metragem conforme realizado nas lojas próprias. Assim, as novas lojas da Hering Kids possuem 60 m², alinhado com o mínimo exigido para o estabelecimento de uma nova franquia da marca e, para Hering for You e Dzarm, foram utilizados os mesmos tamanhos das lojas próprias.

$$\text{Royalties} = 2\% \times \text{Sell In de Franquias}$$

Se o sell in das franquias é a compra que o franqueado faz da Hering, é possível estimar que os royalties sobre as compras sejam iguais ao sell in multiplicado pela taxa de royalties. Como observado anteriormente, a empresa possui a mesma taxa de royalties para todos os seus negócios no modelo de franquias, de modo que a taxa foi mantida e projetou-se com base nas premissas elencadas.

Concluída a análise da receita, conforme consolidada no Gráfico 30, apenas para grau de checagem com as outras estimativas de mercado, estas foram analisadas comparativamente, de modo que valores acima de 1 significam que a receita projetada pelo analista é superior que aquela projetada por meio deste trabalho.

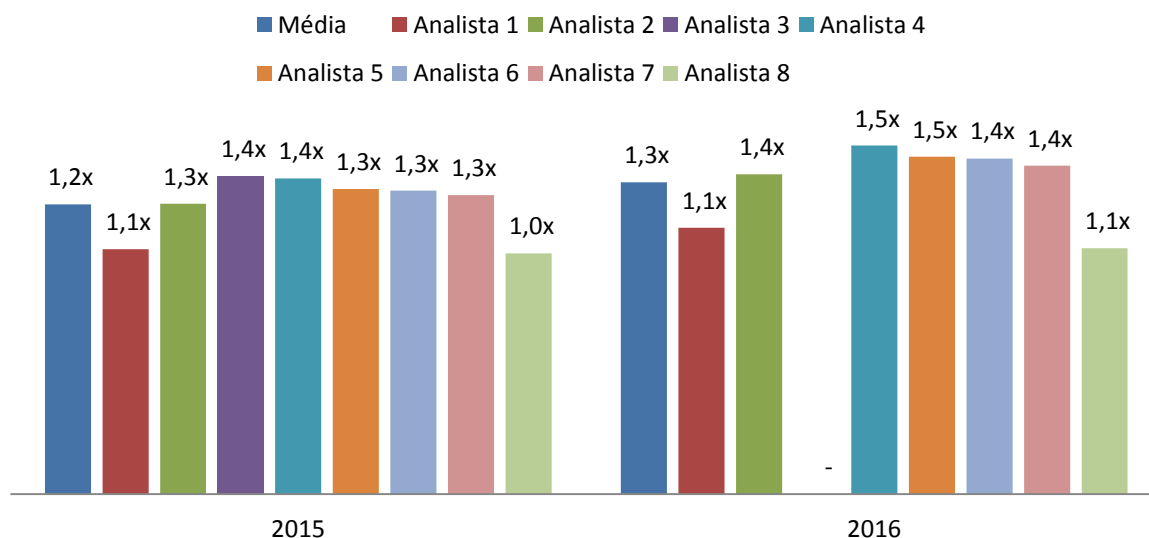
Gráfico 30 - Receita Líquida Total



Fonte: Elaborado pelo Autor

De forma geral, as premissas utilizadas e a lógica estabelecida levam a um modelo de projeção de receita abaixo da média do mercado e abaixo de todos os analistas por uma diferença média de 30%, o que mostra o otimismo do mercado em relação à companhia conforme é evidenciado no Gráfico 31.

Gráfico 31 - Receita Líquida Relativa



Fonte: Elaborado pelo Autor

Do lado dos custos, como a empresa não divulga a informação de peças totais comercializadas pela companhia em todas as marcas, a análise de custos por unidade fica inviável, comprometendo a projeção realizada. Assim, lançou-se mão de uma análise vertical para projeção dos custos e despesas como suas respectivas participações na receita líquida. Para grau de projeção, o custo e a despesa utilizados são descontados da depreciação alocadas nestas contas.

Tabela 46 - Abertura dos Custos

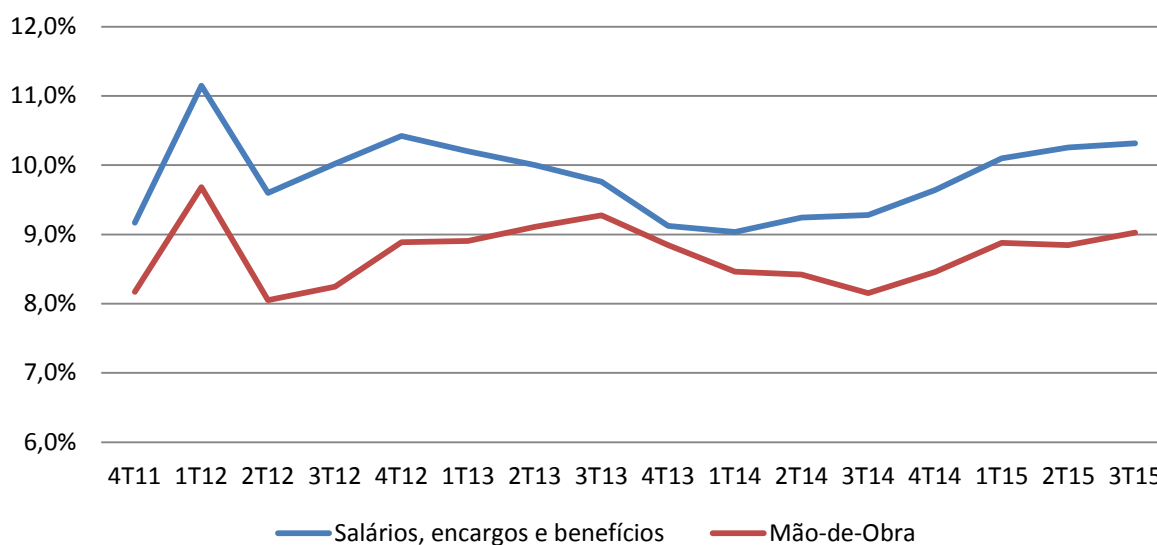
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | LTM | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| Matéria Prima e Material | (416) | (469) | (563) | (580) | (559) | (537) | (551) | (586) | (663) | (747) |
| Salários, encargos e benefícios | (124) | (155) | (153) | (162) | (163) | (157) | (153) | (162) | (186) | (210) |
| Mão-de-Obra | (111) | (133) | (149) | (142) | (143) | (137) | (136) | (144) | (165) | (186) |
| Energia | (7) | (9) | (8) | (7) | (9) | (9) | (8) | (8) | (9) | (11) |
| Outros Custos | (26) | (30) | (30) | (33) | (31) | (29) | (30) | (32) | (37) | (42) |
| Custo de Produtos Vendidos | (684) | (795) | (903) | (924) | (905) | (869) | (878) | (932) | (1.061) | (1.194) |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Falando primeiramente dos custos de produtos vendidos, é possível observar na Tabela 46 que matéria prima é o gasto de maior relevância. Embora faça sentido pensar que este gasto esteja vinculado ao preço do algodão em reais, a mudança de preço não impactou essa linha diretamente no passado. Assim, também foi realizada uma análise vertical para esta conta mantendo o percentual da receita obtido no resultado anualizado terceiro trimestre de 2015 para a projeção do ano inteiro de 2015. Mesmo não encontrando uma relação direta entre o

preço do algodão e custo de matéria-prima, foi utilizado um aumento de 0,1 ponto percentual dado o aumento do preço deste produto que é o principal insumo da produção até o fim de 2017 e estabilização após este período. Os custos com salários, encargos e benefícios, assim como os gastos de mão de obra e outros custos foram projetados como a média histórica destes custos na receita da empresa, sendo 9,8% para o primeiro e 8,7% para o segundo conforme é demonstrado no Gráfico 32.

Gráfico 32 - Custos Percentuais da Receita Líquida Históricos



Fonte: Elaborado pelo Autor

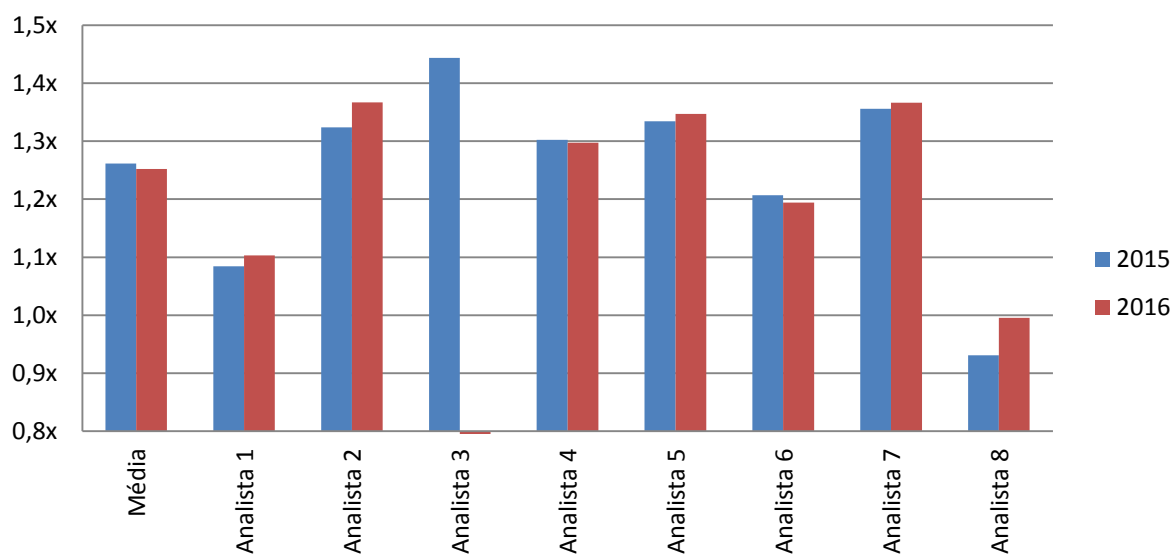
Já o gasto de energia foi modelado com uma queda no percentual da receita alinhada com o gasto histórico de 0,5% da receita líquida. Isso se dá principalmente pelo fato de que em 2014 e 2015, o custo de energia passou a subir muito para as empresas em função da regulação do setor, da falta de chuvas e do consequente acionamento das usinas térmicas, cujo custo marginal de produção de energia é muito maior que aquele observado nas fontes renováveis. Assim, com uma situação hidrológica mais próxima do normal e com o desligamento das usinas termoeletricas mais caras, é de se esperar que este custo reduza com o passar de 2016, 2017 e 2018.

Na análise das despesas de vendas, pode se observar que estas dependem diretamente da receita, uma vez que as comissões são pagas pelo valor de vendas, bem como o dimensionamento da equipe de vendas e de marketing. Assim, foi projetado uma queda no percentual da receita destas despesas pelo fato de que é esperado um menor gasto para gerar cada venda, uma vez que a companhia está em campanha para eliminação de estoques das

lojas, sendo isto traduzido por um maior nível de propagandas, comissões e outros incentivos às vendas que impactam diretamente estas despesas. Assim, para fins de projeção, foi utilizada a média anual do percentual das despesas da receita líquida, resultando em uma queda em relação à 2014 e aos doze meses findos no terceiro trimestre de 2015.

Apesar de ser apenas 2.9% das receitas, foi feita uma abertura das despesas administrativas e gerais da companhia, mas como estas não necessariamente estão relacionadas a quantidade de produtos vendidos, os percentuais utilizados para projeção são os mesmos daqueles apresentados nos doze meses findos em 2015. Assim os valores de despesas com pessoal e terceiros administrativos se mantêm igualmente proporcionais àqueles divulgados.

Gráfico 33 - Margem EBITDA Comparativa



Fonte: Elaborado pelo Autor

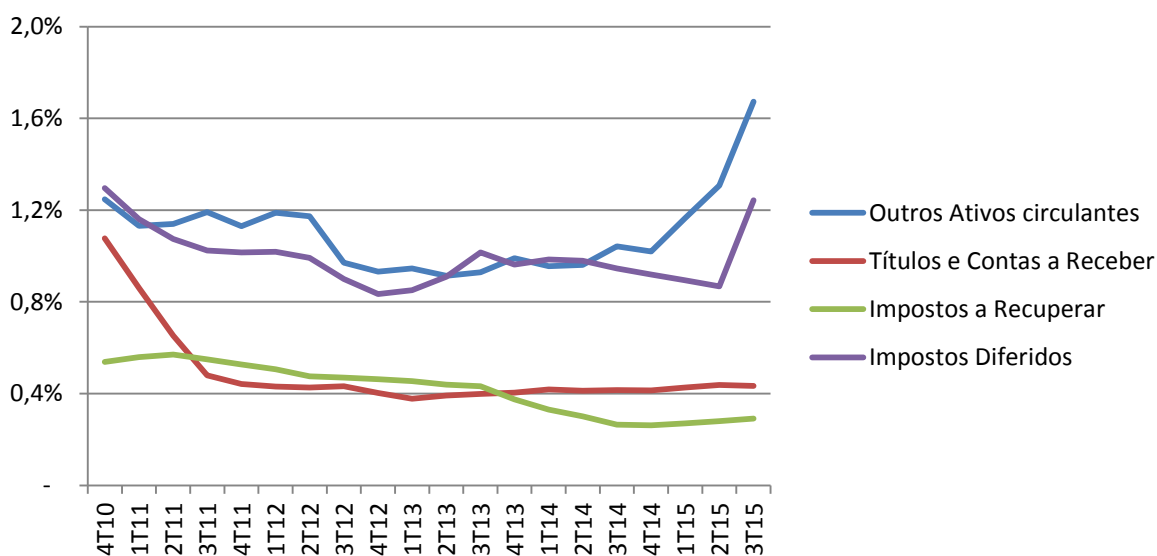
Dito isto, é possível projetar o resultado da empresa antes do resultado financeiro, depreciação e impostos, de modo que a margem EBITDA pode ser obtida e comparada com as demais margens projetadas pelos analistas de mercado como é mostrado no Gráfico 33. Mais uma vez, esta análise mostra um otimismo do mercado em relação à retomada da companhia e seus consequentes ganhos de margens.

Na análise do capital de giro, é importante pontuar que esta não se limitou apenas as contas tradicionais de clientes, estoques, fornecedores e seus respectivos prazos, mas foi utilizado o percentual da receita e dos custos e despesas das demais contas de curto e longo

prazos, uma vez que uma companhia pode, por exemplo, vender com mais de um ano para receber, classificando parte de seu capital de giro em contas de longo prazo. De tal modo, foi escolhido um percentual da receita com base em uma análise histórica das contas que constituem o ativo da companhia e um percentual dos custos e despesas para as contas dos passivos. Além disso, nas constas tradicionais de giro, foi feita uma análise detalhada das mesmas, as quais serão especificadas posteriormente.

Para projeção das contas de Outros Ativos Circulantes, Títulos e Contas a Receber, Impostos a Recuperar e Impostos Diferidos foram utilizados respectivamente 1,1%, 0,5%, 0,4% e 1,0% da Receita Bruta. Isso se dá de acordo com a análise histórica do comportamento desstes indicadores conforme demonstrado no Gráfico 34. Contudo é importante esclarecer que as contas de Outros Ativos Circulantes e Impostos Diferidos apresentaram súbita elevação no último trimestre, aumento este que se dá sob uma base baixa e não modifica representativamente o fluxo de caixa projetado para companhia.

Gráfico 34 - Contas de Ativo como Percentual da Receita

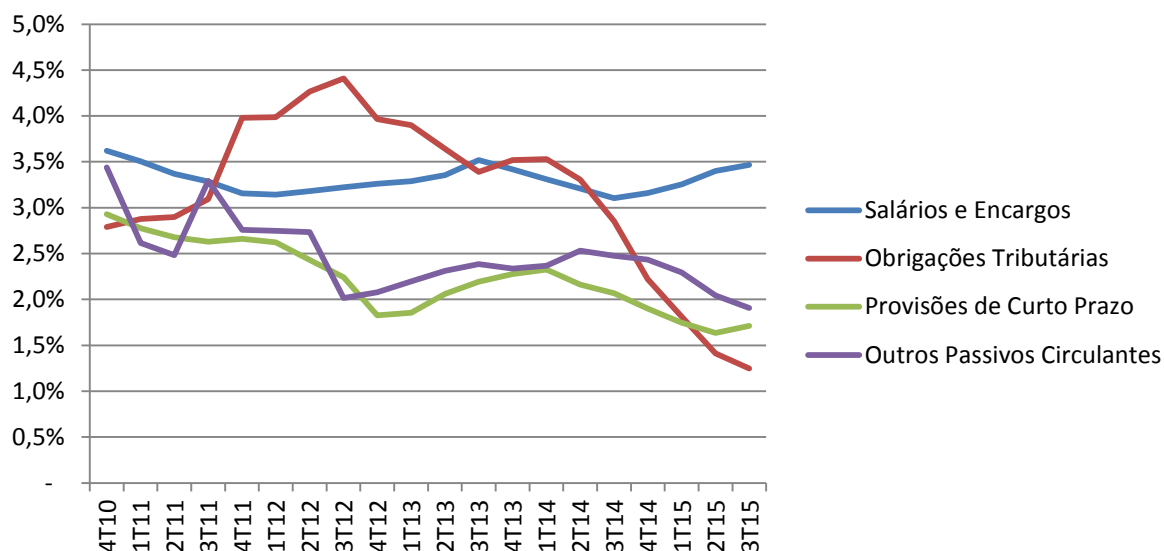


Fonte: Elaborado pelo Autor

Para as contas do lado do passivo, as contas Salários e Encargos, Obrigações Tributárias, Provisões de Curto Prazo, Outros Passivos Circulantes, Parcelamento de Tributos, Provisões de Longo Prazo e Outros Passivos Não Circulantes foram calculados de acordo com as suas respectivas participações dos custos e despesas da companhia. Para as contas de passivo de curto prazo foram utilizados os seguintes percentuais respectivamente a lista anteriormente citada: 3,3%, 1,2%, 1,7% e 1,9%. As contas Obrigações Tributárias, Provisões

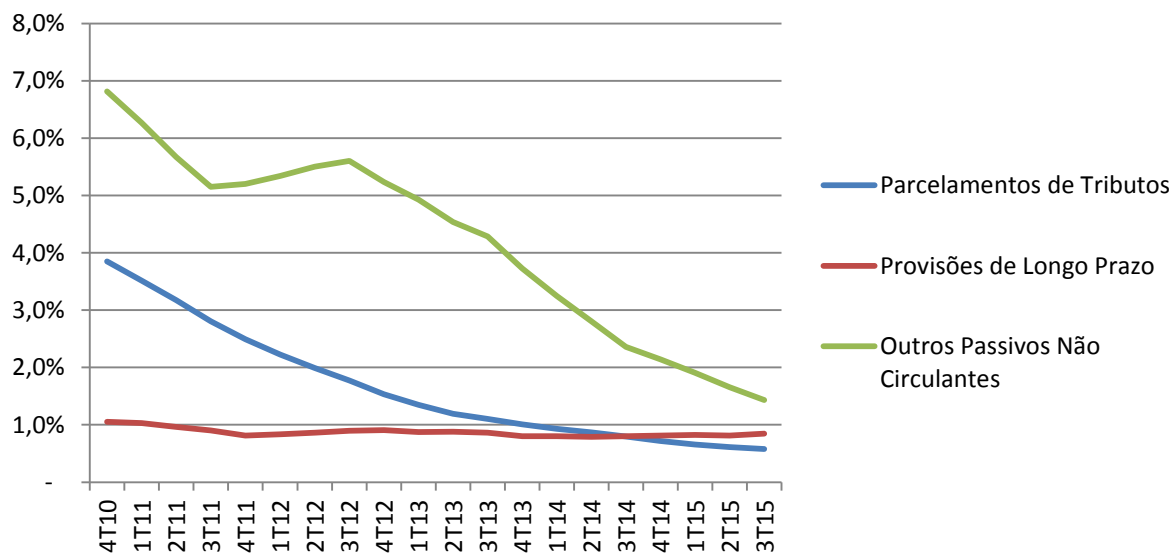
de Curto Prazo e Outros Passivos Circulantes mudaram de patamar em relação aos custos e despesas, de modo que, conservadoramente, foi utilizada a última participação divulgada pela companhia, no terceiro trimestre de 2015. Estas abertuas podem ser acompanhadas no Gráfico 35.

Gráfico 35 - Contas do Passivo Circulante Percentual dos Custos e Despesas



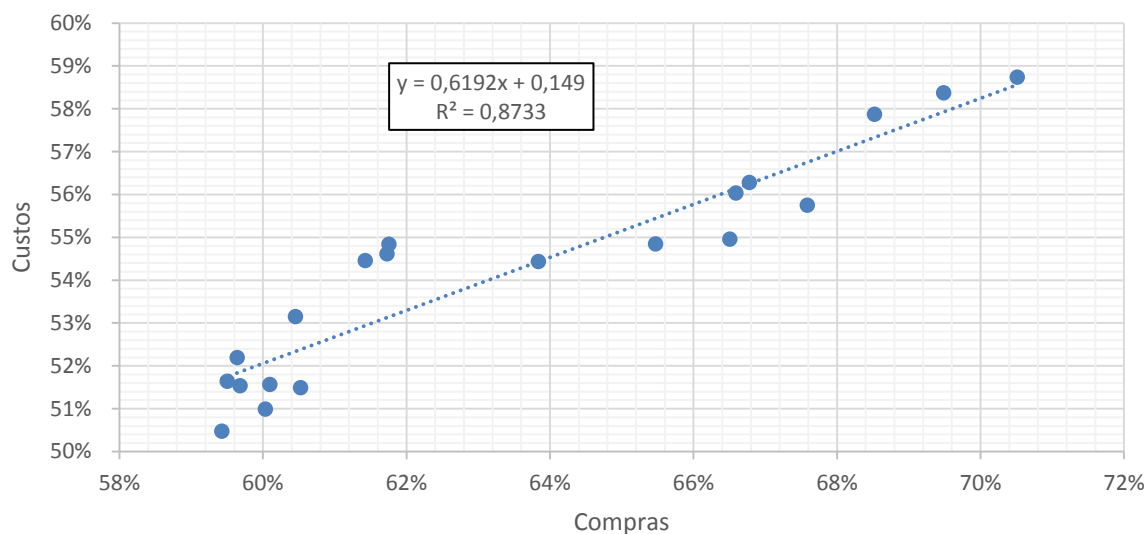
Fonte: Elaborado pelo Autor

Já as contas de longo prazo, Parcelamento de Tributos, Provisões de Longoo Prazo e Outros Passivos foram projetadas soba mesma metodologia com as seguintes pariticipações dos custos e despesas respectivamente: 0,6%, 0,9% e 1,5%. Assim como as demais contas de passivo analisadas anteriormente, estas três contas mudaram de patamar dos custos e despesas e, como estas já caíram muitos pontos percentuais nos últimos trimestres, foram utilizadas as participações do terceiro trimestre de 2015 conforme demonstrado no Gráfico 36.

Gráfico 36 - Passivos de Longo Prazo Percentual dos Custos e Despesas

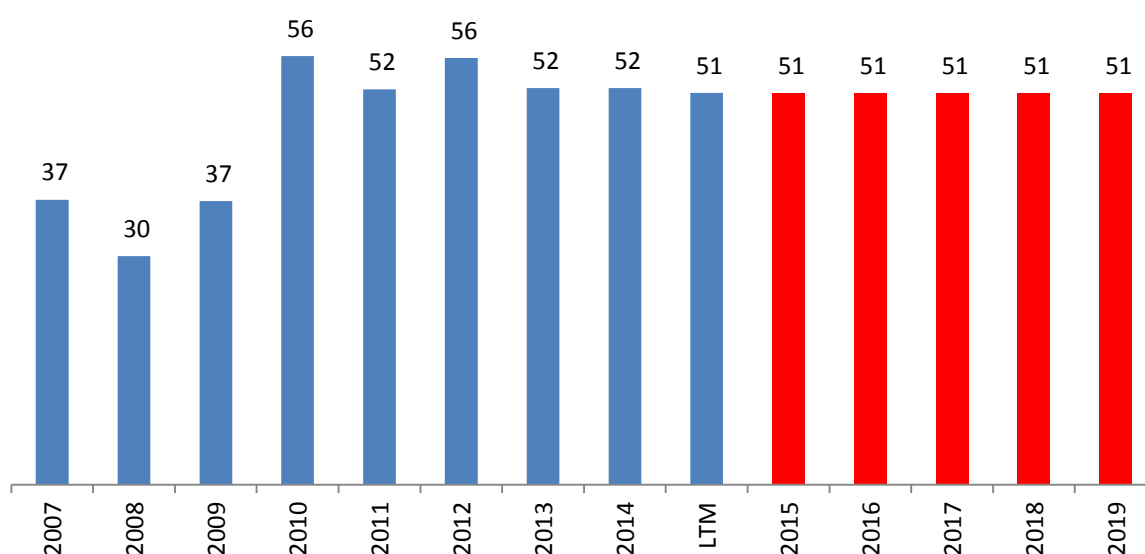
Fonte: Elaborado pelo Autor

Ao analisar as contas tradicionais de clientes, estoques e fornecedores, é preciso observar a composição de cada uma dessas contas para que a análise seja feita com bases adequadas a cada uma dessas segmentações. Todas as três contas foram projetadas por meio de seus prazos médios e convertidas em valores, dado que as receitas e custos já estão projetados. Por outro lado, o valor de compras, utilizado no cálculo do prazo médio de pagamento a fornecedores, teve de ser obtido por meio de inferência, uma vez que os custos explicam parte relevante dos valores das compras da compranhia como pode ser visto no Gráfico 37 .

Gráfico 37 - Dispersão de Compras e Custos, Percentual da Receita

Fonte: Elaborado pelo Autor

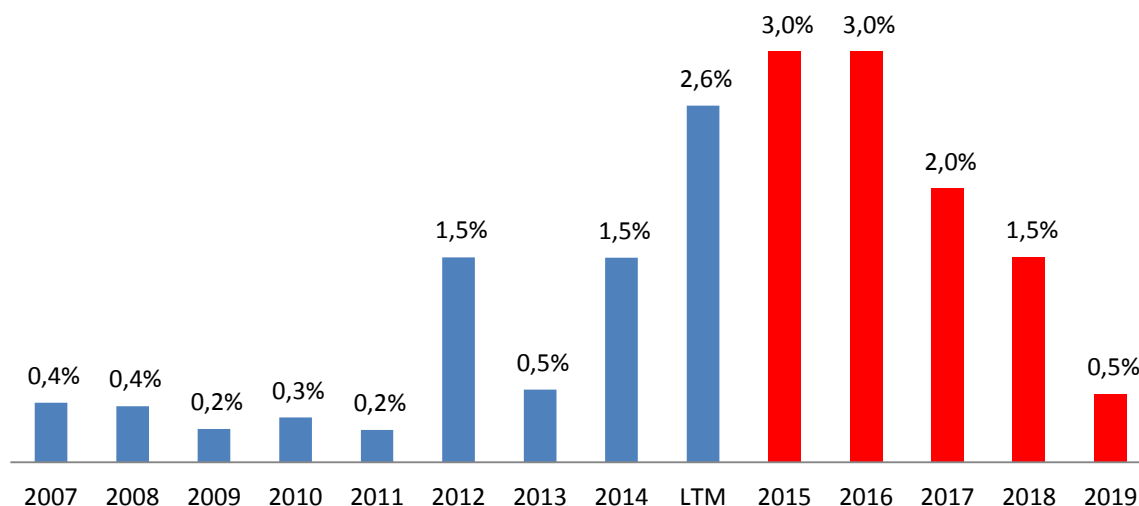
Colocada esta premissa, é possível projetar também o valor de compras e, por conseguinte o valor de fornecedores com base no prazo médio de pagamento, sendo este mantido entre os valores de 50 a 55 dias. Dada a falta de fatos materiais que possam indicar mudança nestes valores, foram, pois, mantidos no mesmo patamar daquele encontrado no terceiro trimestre de 2015 como é demonstrado no Gráfico 38.

Gráfico 38 - Prazo Médio de Pagamento

Fonte: Elaborado pelo Autor

Observando os prazos médio de estoque, é preciso segmentar os estoques da companhia nas seguintes subdivisões: produtos acabados, produtos para revenda, produtos em elaboração, estoque em poder de terceiros, matérias primas e almoxerifado, importações em andamento, adiantamento de fornecedores e provisões para perda de estoque. Assim, foram projetadas todas as contas com base na metodologia de cálculo de dias de estoques; exceto as provisões que foram utilizadas como percentual da soma das demais contas. Assim, todos os prazos foram mantidos estáveis, pois o trabalho realizado em estoques pela companhia não é contabilizado em seu balanço, a excessão das lojas próprias, mas estas são poucas comparativamente àquelas no modelo franquias. Contudo, as provisões de perda de estoque tiveram decréscimo projetado, dada a projeção da companhia em melhorar suas coleções, e reduzirem os estoques de coleções obsoletas ou rejeitada pelas franquias. Assim, como a companhia já vem divulgando que as novas coleções têm sido melhor aceitas desde a reorganização das diretorias de marcas, bem como pelo fato da companhia já ter tido a capacidade de gerir suas operações com menores quebras de estoques, uma curva de declínio para o patamar de 0,5%, próximo aos patamares apresentados até 2013, parece plausível conforme demonstrado no Gráfico 39.

Gráfico 39 - Provisão para Perda de Estoque



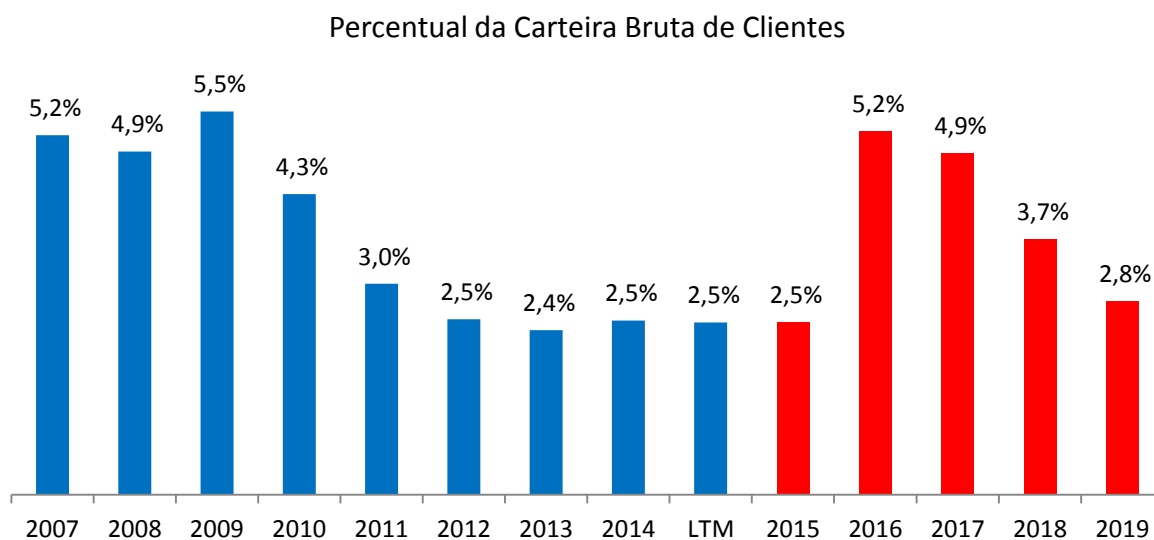
Fonte: Elaborado pelo Autor

Observando a carteira de clientes da companhia é preciso dividá-la em seus subsegmentos, uma vez que o valor contabilizado no balanço é líquido de provisões e não difere aqueles clientes do mercado externo e do mercado doméstico. A carteira de clientes

bruta é segmentada geograficamente, sendo que 97% é de clientes do mercado doméstico. Para poder discernir entre os dois mercados, foi realizado um ajuste no cálculo de prazo médio de estoques, calculando-o sobre a receita bruta, ao invés da receita líquida, pois há a segmentação dos mesmos no nível da receita bruta apenas.

Antes de entrar na modelagem de prazos dos saldos brutos, cabe uma explicação sobre os descontos que levam ao valor líquido da carteira por meio de duas contas: Ajuste a Valor Presente e Provisão para Devedores Duvidosos. O primeiro foi calculado utilizando um percentual da carteira bruta de clientes e mantido estável no mesmo nível dos últimos doze meses findos no terceiro trimestre de 2015, uma vez que os valores são estáveis entre 1,2% e 1,5%. Já o valor de provisão foi tratado de modo diferente. Embora a Provisão de Devedores Duvidosos (PDD) não tenha aumentado nas últimas publicações, dado o panorama do setor e o aumento da provisão dos concorrentes, foi utilizada uma média móvel dos PDD de dois anos a partir de 2008, quando da última crise, estabelecendo um aumento de PDD em 2016 e uma reversão do mesmo até 2019. Este efeito pode ser observado no Gráfico 40.

Gráfico 40 - Provisão de Devedores Duvidosos

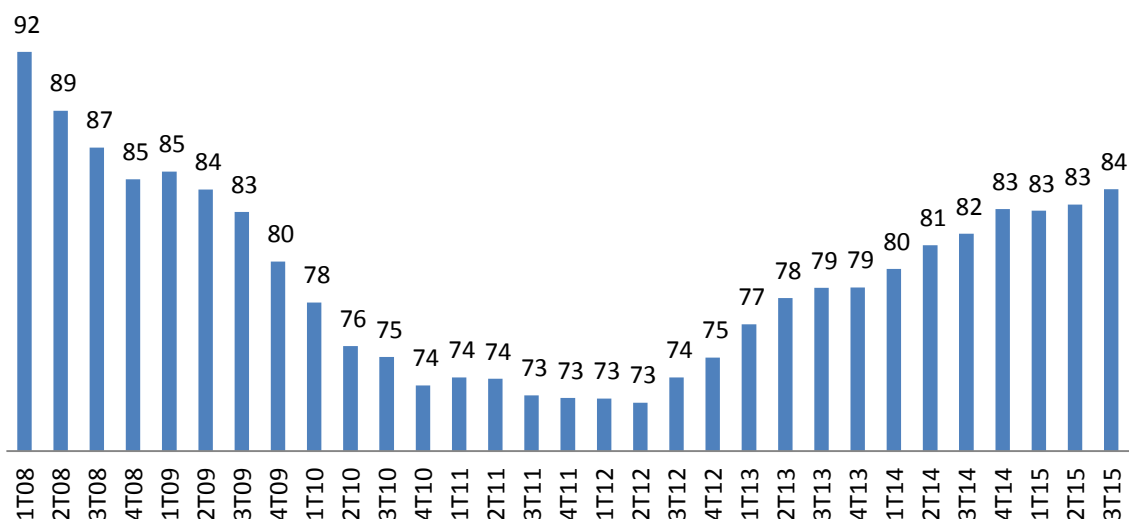


Fonte: Elaborado pelo Autor

Em se tratando dos saldos brutos, os prazos médios de clientes do mercado doméstico foram mantidos junto da média histórica de 81 dias a partir de 2016 (Gráfico 41), uma vez que 2015 seguiu os 84 dias mostrados no terceiro trimestre de 2015. A redução de três dias pode ser explicado pelo pagamento das franquias a medida que estas tiverem operações mais saudáveis, bem como pela seleção de melhores pagadores no segmento de multimarcas. Já no

mercado externo, o prazo de 138 dias demonstrado no terceiro trimestre de 2015 foi mantido, uma vez que não se sabe da composição de moedas dos mesmos ou outras informações adicionais, de modo que, conservadoramente, não se assumiu qualquer melhoria na gestão deste contas a receber.

Gráfico 41 - Prazo Médio de Estoques no Mercado Doméstico Histórico



Fonte: Elaborado pelo Autor

Coberta a análise de capital de giro, é imprescindível analisar outra premissa no modelo de fluxo de caixa, os investimentos da companhia. Para análise dos mesmos, buscou-se uma abertura dos investimentos da companhia e a utilização do orçamento de capital de 2015 para projeção. Os investimentos da companhia são divididos em quatro linhas: Indústria, Tecnologia da Informação Lojas e Outros. O investimento na indústria se dá tanto nas unidades fabris, quanto nos centros de distribuição da companhia. O gasto de Tecnologia da Informação se dá principalmente nos custos de gestão de informação e na aquisição de uma ferramenta de gestão ERP, SAP, a qual deve entrar em operação em 2016. Na linha de investimentos em lojas encontram-se dois investimentos: a abertura de lojas próprias e reformas das lojas existentes para que o consumidor enxergue um novo posicionamento da marca e tenha o sentimento de inovação sempre presente.

Dada a dificuldade de se modelar premissa por premissa, foi utilizado um indicador de projeção de investimentos agregado. Foram estabelecidas três hipóteses para projeção de longo prazo: (i) projeção com base no indicador de investimentos sobre a depreciação, (ii) projeção com base no total de permanente que a empresa carrega e (iii) como percentual da

receita. O primeiro método foi utilizado por tornar clara a adição de capital permanente da empresa, estimando-se um investimento 2,2 vezes o valor da depreciação a partir de 2016 até 2019. Assim, os investimentos da receita e do permanente foram obtidos por meio do cálculo inverso das demais contas.

Para saber se o investimento em abertura de lojas próprias cabe no orçamento estimado foi feito um cálculo de custo de instalação de novas lojas de acordo com os valores divulgados de instalação de franquias excetuando a taxa de franquia, e percentuais de royalties e publicidade, de modo que cada loja própria da marca Hering custaria R\$ 1,03 milhão, R\$ 0,6 milhão da Hering Kids, R\$ 0,8 milhão da Hering for You e R\$ 0,9 milhão da DZARM, assumindo que o custo por metro quadrado de instalação, bem como os gastos por lojas de Tecnologia da informação, Marketing de Inauguração, Estoque Inicial e Capital de Giro das duas novas marcas sejam idênticos àqueles observados na Hering Kids, pois é a marca que mais se aproxima destas pelo tamanho de loja. O total de investimentos de lojas, como poderá ser visto após a conclusão da análise da depreciação, cabe nos orçamentos estimados para os próximos anos.

Com a premissa de um nível de investimentos 2,2 vezes o valor da depreciação e amortização, é preciso estimar este valor. Isso foi feito com a abertura do Imobilizado e do Intangível da empresa em saldo bruto e líquido como pode ser visto na Tabela 47.

Tabela 47 - Vida Útil do Permanente

| | Vida Útil (anos) | Valor Bruto | Valor Líquido | Vida Restante | Idade Implícita |
|--|---------------------|----------------|------------------|------------------|--------------------|
| Imobilizado | | | | | |
| Edifícios e benfeitorias | 30 | R\$ 113 | R\$ 85 | 23 | 7 |
| Instalações e equipamentos de produção | 11 | 211 | 104 | 5 | 6 |
| Móveis e utensílios | 9 | 34 | 18 | 5 | 4 |
| Bens de informática | 5 | 36 | 14 | 2 | 3 |
| Veículos | 4 | 2 | 1 | 1 | 3 |
| Benfeitoria de móveis de terceiros | 9 | 47 | 33 | 6 | 3 |
| Terrenos | | 29 | 29 | | |
| Imobilizados em Andamento | | <u>34</u> | <u>34</u> | | |
| Total de Imobilizado | | R\$ 506 | R\$ 318 | | |
| Intangível | | | | | |
| Marcas e Patentes | 10 | R\$ 3 | R\$ 1 | 2 | 8 |
| Fundo de Comércio | 5 | 46 | 14 | 2 | 3 |
| Software | 5 | 41 | 14 | 2 | 3 |
| Intangível em Andamento - SAP | | <u>74</u> | <u>74</u> | | |
| Total do Intangível | | R\$ 164 | R\$ 103 | | |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Possuindo a vida útil pela qual a empresa deprecia seus ativos, bem como seu valor bruto e líquido, é possível saber quantos anos já foram depreciados de cada uma das linhas e quantos anos restantes cada um dos ativos ainda possui para ser depreciado a uma taxa linear definido por um sobre a vida útil, considerada a taxa de depreciação linear do ativo. Com isso, é tomado o saldo inicial de cada um deles e feita a depreciação período a período cujo saldo final do primeiro ano é igual ao saldo inicial do segundo, completando o calendário de depreciação até o fim do período. Além disso, os novos investimentos também são depreciados, mas este pela taxa composta de depreciação ponderada dos ativos atuais, já que não há uma abertura da natureza da cada um dos investimentos.

Contudo, é importante pontuar que, quando do cálculo da perpetuidade da empresa, o valor que foi trazido a valor presente não foi o fluxo de caixa, mas o NOPAT, pois, como será explanado posteriormente, não faz sentido para uma empresa investir mais que a depreciação na perpetuidade, de modo que os dois devem se cancelar no longo prazo, já que é pouco provável que a empresa cresça seus ativos permanentemente, assim como é pouco provável que a depreciação do permanente seja superior na perpetuidade, pois a empresa acabaria sem

nenhum investimento permanente. Assim, buscou-se a nulidade das duas contas na perpetuidade.

Cobertas as premissas para o modelo de fluxo de caixa da empresa, é possível analisar como ele se dá período a período. O fluxo de caixa é dividido em três grandes grupos: fluxo de caixa operacional, fluxo de caixa de investimentos e fluxo de caixa de atividades de financiamento. O primeiro diz respeito ao lucro líquido somado à depreciação, já que esta é uma conta não caixa. Soma-se este resultado operacional às mudanças no capital de giro, onde um aumento em contas de ativo representa uma elevação dos investimentos e, portanto, uma saída de caixa, enquanto um aumento nas contas de passivo representa a empresa se financiando por meio do capital de giro, seja por meio de seus fornecedores, colaboradores ou do governo, postergando o pagamento efetivo de tributos, por exemplo. A soma das mudanças de contas de ativos e passivos ao resultado da companhia é denominada fluxo de caixa operacional.

Tabela 48 - Fluxo de Caixa Operacional e de Investimentos

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Caixa de Atividades Operacionais | | | | | |
| Lucro Líquido | 265 | 308 | 338 | 388 | 417 |
| (soma) Depreciação e Amortização | 53 | 60 | 62 | 72 | 81 |
| Mudança de Capital de Giro | | | | | |
| (Aumento)/Redução de Clientes | 107 | (1) | (25) | (65) | (35) |
| (Aumento)/Redução de Estoques | (27) | (6) | (23) | (47) | (29) |
| (Aumento)/Redução de Outros Ativos Circulantes | 2 | (1) | (1) | (3) | (2) |
| (Aumento)/Redução de Aplicações Financeiras | 2 | - | - | - | - |
| (Aumento)/Redução de Títulos e Contas a Receber | (1) | (0) | (1) | (1) | (1) |
| (Aumento)/Redução de Impostos a Recuperar | (2) | (0) | (0) | (1) | (1) |
| (Aumento)/Redução de Impostos Diferidos | (4) | (1) | (1) | (3) | (1) |
| (Aumento)/Redução de Outros Ativos de Longo Prazo | - | - | - | - | - |
| Aumento/(Redução) de Fornecedores | (26) | 3 | 9 | 20 | 11 |
| Aumento/(Redução) de Salários e Encargos | 1 | (1) | 2 | 6 | 3 |
| Aumento/(Redução) de Obrigações Tributárias | (15) | (0) | 1 | 2 | 1 |
| Aumento/(Redução) de Provisões | (1) | (0) | 1 | 3 | 2 |
| Aumento/(Redução) de Outros Passivos Circulantes | (3) | (0) | 1 | 3 | 2 |
| Aumento/(Redução) de Parcelamentos de Tributos | (0) | (0) | 0 | 1 | 1 |
| Aumento/(Redução) de Provisões | 0 | (0) | 1 | 1 | 1 |
| Aumento/(Redução) de Outros Passivos Não Circulantes | (5) | (0) | 1 | 3 | 1 |
| Mudança Total de Capital de Giro | 27 | (9) | (34) | (82) | (47) |
| Total de Caixa de Atividades Operacionais | 346 | 360 | 365 | 378 | 451 |
| Caixa de Atividade de Investimento | | | | | |
| (Aumentos)/Redução de CapEx Orgânico | (101) | (104) | (117) | (134) | (137) |
| Total de Caixa de Atividades de Investimentos | (101) | (104) | (117) | (134) | (137) |

Fonte: Elaborado pelo Autor

O fluxo de caixa de investimentos aqui é tratado exclusivamente como o investimento que a empresa faz na operação, calculado de acordo com a metodologia anteriormente sugerida. Já a última parte diz respeito a como a empresa financia sua atividade. Aqui são pontuados os seguintes itens: entrada de caixa por aumento de capital, saída de caixa por meio de dividendos e juros sobre capital próprio, compra e venda de ações em tesouraria e tomada ou amortização de empréstimos. Foi assumido que não deve haver nenhum aumento de capital ou plano de recompra de ações pelo fato de que a empresa está bastante líquida e não necessita de mais capital externo, bem como pelo fato de que o fluxo de caixa operacional é positivo.

O pagamento de bonificações demanda um pouco mais de cuidado. Tradicionalmente, a Cia Hering paga as bonificações sobre o lucro em 50% na forma de dividendos e 50% na forma de juros sobre capital próprio (JCP), sendo que a soma dos dois, representa 45% dos lucros obtidos como pode ser visto na Tabela 49. Contudo, os juros sobre capital próprio geram um benefício fiscal para empresa, o qual pode ser contabilizado como despesa financeira em 40% do valor distribuído. Só que para a empresa pagar juros sobre capital próprio, a empresa deve ter um bom patrimônio líquido, já que o limite de JCP a distribuir se dá pelo produto do patrimônio e da taxa de juros de longo prazo (TJLP). Já o patrimônio líquido é o patrimônio do ano anterior acrescidos dos lucros do período e excluindo as bonificações aos acionistas.

Tabela 49 - Distribuição de Dividendos e JCP

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Dividendos | | | | | |
| Lucro Líquido | 265 | 308 | 338 | 388 | 417 |
| Payout | <u>45,0%</u> | <u>45,0%</u> | <u>45,0%</u> | <u>45,0%</u> | <u>45,0%</u> |
| Dividendos | 119 | 139 | 152 | 175 | 187 |
| JCP Possível de Arpvoeitar | 81 | 111 | 128 | 144 | 149 |
| JCP Pago | 60 | 69 | 76 | 87 | 94 |
| Dividendo Pago | 60 | 69 | 76 | 87 | 94 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Assim, cabe aqui um parêntesis sobre benefícios fiscais que afetam o lucro e, portanto o fluxo de caixa. O primeiro deles é o JCP, cujo benefício de 40% sobre o valor distribuído. Este benefício hoje está sendo discutido na Câmara, porém como não há definição sobre sua extinção, este foi mantido até 2018, pois o fluxo de 2019 é utilizado para cálculo da

perpetuidade e, como se parte do pressuposto que benefícios fiscais não são eternos, a alíquota efetiva deve ser aquela obrigatória, ou seja 34%. O segundo benefício são os benefícios fiscais de ICMS citados anteriormente na análise do macroambiente, os quais voltam para o resultado como saldo positivo contra o saldo negativo da alíquota de imposto que a empresa normalmente pagaria, reduzindo a alíquota efetiva do período. Como não se tem as informações de ICMS das controladas, este benefício foi calculado como um percentual do resultado antes de impostos, aqui fixados em 1,3% tal qual o foi nos últimos doze meses findos no terceiro trimestre de 2015. Além disso, o primeiro ano de projeção possui ainda um benefício fiscal de liquidação das Euronotes da empresa no valor de R\$ 54 milhões já reconhecidos no terceiro trimestre, mas que tem efeito única e exclusivamente neste primeiro exercício social.

Feitos estes gastos com distribuição de valores aos acionistas, a empresa precisa saber se deve ou não tomar empréstimo ou até pagá-los. Para este cálculo é preciso comentar sobre o modelo de amortização de dívida estabelecido. Ele se baseia na premissa de que a empresa, com seu caixa já existente paga todas as amortizações agendadas para o ano desde que estas não comprometam seu caixa mínimo para operar sem ficar insolvente. Neste caso, o caixa mínimo escolhido foi de R\$ 150 milhões, valor este que se atingido, ainda daria a empresa uma liquidez imediata de 0,6 vezes, patamar ainda superior ao dos demais concorrentes que ficam com um índice próximo de 0,5 vezes.

Assim, como a empresa possui apenas duas linhas de capital de giro no passivo circulante, estas estão agendadas para liquidação ainda em 2015, tornando a empresa uma companhia de endividamento financeiro nulo. A companhia, com um saldo de caixa de quase R\$ 200 milhões e uma geração de caixa positiva e superior ao valor das duas linhas de capital de giro, naturalmente pode fazer frente a estas saídas de caixa.

Este mesmo modelo de dívida ainda calcula o custo efetivo da dívida para fins de despesas financeiras, uma vez que a primeira linha de R\$ 22,5 milhões custa 8% ao ano e a segunda linha de R\$ 0,8 milhões custa 6,5% ao ano. O mesmo vale para o caixa, o qual teve sua rentabilidade definida em 100% do CDI. O rotativo a ser tomado caso a empresa necessitasse de capital de curto prazo foi cotado em CDI + 2% como um custo prática de mercado de capital de giro. Dito isto, o modelo de fluxo de caixa e demonstração de resultados se encerram, o primeiro com o saldo de fluxo de caixa de atividades de financiamento, o qual somado com os demais fluxos de caixa resulta na mudança líquida de

caixa; e a demonstração de resultado por meio das receitas e despesas financeiras somadas às despesas de juros sobre capital próprio. Assim o modelo é balanceado pelo saldo de caixa e dívida remanescentes.

Os balanços se equilibram com a adição de investimentos e subtração da depreciação e amortização do permanente, a projeção de capital de giro, a composição do caixa e da dívida, bem como pelos possíveis aumentos de capital e as reservas que são constituídas de novos lucros subtraídos dos dividendos pagos.

Para concluir a análise, o fluxo de caixa descontado depende fundamentalmente da taxa de desconto utilizada. Para análise da mesma, é preciso segmentar as informações. Primeiramente, é preciso olhar para a composição de capital, uma vez que hoje a Hering possui caixa líquido, o que torna a empresa exposta primordialmente ao custo de capital próprio, aqui calculado pelo método CAPM. Assim, olhando primeiramente para o lado do custo da dívida e de sua participação no total, é possível identificar que empresa possui uma dívida mais barata que a taxa de juros e que, descontado o benefício fiscal da dívida, seu custo é bastante baixo quando comparado com o custo de capital próprio, porém a empresa possui uma relação dívida pelo capital total que faz com que o custo da dívida tenha um peso negativo em 5,9% como pode ser observado na Tabela 50.

Tabela 50 - Cálculo do WACC

| Cálculo do WACC | |
|--|--------------|
| Custo de Capital de Terceiros | |
| Custo da dívida | 7,9% |
| Taxa de Imposto Marginal | 34,0% |
| Custo da dívida afetado | 5,2% |
| Custo de Capital Próprio | |
| Taxa de Juros | 15,54% |
| Beta | 0,77 |
| Prêmio de Risco | 5,5% |
| Risco País - Longo Prazo | |
| Diferencial de inflação - Longo Prazo | |
| Custo de Capital Próprio | 19,8% |
| Custo Ponderado de Capital | |
| Dívida/Capital Total | (5,9)% |
| Valor de Mercado/Capital Total | 105,9% |
| WACC = $(K_d * w_d) + (K_e * w_e)$ | 20,6% |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Por outro lado, o custo de capital próprio e sua participação no capital total definem quase que totalmente o custo de médio de capital ponderado. Olhando como investidores nacionais, o método de CAPM escolhido foi por meio da composição nacional do mesmo e não pelo método internacional que é possível observar em diversos prospectos de emissão de ações. Isso se dá pelo fato de que o investidor nacional possui como custo de oportunidade o investimento no ativo livre de riscos brasileiro, um título indexado a taxa de juros, por exemplo. A taxa de 15,54% foi utilizada como o ativo livre de risco, sendo esta tomada da Estrutura Termo da Taxa de Juros para 2.268 vértices. Considera-se ainda um prêmio de risco de 5,5%, tradicionalmente utilizado como ganho do mercado de ações sobre o mercado de renda fixa e utilizado pelo Analista 1 anteriormente citado e recomendado pelos relatórios de Ofertas Públicas realizadas na Bovespa.

O cálculo do beta também merece atenção especial. O beta de 0,77 tem base em três metodologias: análise do beta desalavancado dos pares de mercado listados e dos dados de beta compilados pelo autor Damodaran para empresas de vestuário globais e da América Latina, sendo o beta final considerado como a média ponderada dos betas desalavancados locais pelos valores de mercado de cada uma das empresas e dos betas desalavancados divulgados pelo autor. Utilizando a média dos betas (Tabela 51) realavancados na estrutura de capital da Hering pelo cálculo inverso daquele demonstrado anteriormente, chega-se a um beta de 0,77, mostrando que o ativo de emissão da companhia é menos volátil que o mercado.

Os dados de dívida líquida, valor de mercado e betas mais atualizados das companhias foram obtidos por meio do sistema Economática, sendo que os dados de mercado são obtidos do último pregão de outubro de 2015. O beta utilizado foi de 60 meses.

Tabela 51 - Cálculo do Beta Desalavancado

| Cálculo do Beta | | | | | | | |
|---|---------------|---------------------|-------|--------|---------------------------|-----------------|--------------------|
| Companhias | Div. Liq (DL) | Valor de Merc. (VM) | Pesos | DL/VM | Alíquota de IR e CSLL (T) | Beta Alavancado | Beta Desalavancado |
| Varejistas de Vestuário | | | | | | | |
| Renner | 1.366 | 12.417 | 69,8% | 0,1x | 34,0% | 0,96 | 0,90 |
| Guararapes | 1.090 | 2.854 | 16,1% | 0,4x | 34,0% | 0,59 | 0,47 |
| Marisa | 728 | 1.429 | 8,0% | 0,5x | 34,0% | 0,85 | 0,64 |
| Restoque | 872 | 853 | 4,8% | 1,0x | 34,0% | 1,04 | 0,62 |
| Graziotin | (91) | 228 | 1,3% | (0,4)x | 34,0% | 0,17 | 0,23 |
| Média ponderada | | 17.780 | | 0,3x | 34,0% | 0,72 | 0,78 |
| Varejistas de Vestuário Mundiais | | | | | | | |
| Damodaran Global | | | | | | | 0,82 |
| Damodaran América Latina | | | | | | | 0,78 |
| Média Total | | | | | | | 0,79 |

Fonte: Elaborado pelo Autor

Concluindo o método de avaliação do valor da Cia Hering S/A, é imprescindível segmentar o valor presente dos fluxos de caixa futuro em dois: o valor presente dos fluxos projetados e o valor terminal. O valor terminal, por si, pode ser calculado pelo múltiplo de saída ou pela forma tradicional de cálculo da perpetuidade.

Olhando primeiramente para a lógica construída para obtenção do Nopat, pode-se observar que este é o quociente entre o resultado operacional multiplicado por um menos a alíquota efetiva de imposto de renda, uma vez que a companhia possui benefícios fiscais. Porém, no último ano de projeção, a alíquota efetiva utilizada é de 34%, pois parte-se do pressuposto que nenhum benefício fiscal é eterno. Adiciona-se de volta a depreciação e amortização e subtraem-se os investimentos, chegando, pois, ao fluxo de caixa livre, o qual é descontado pela taxa de desconto anteriormente calculada.

Para o cálculo da perpetuidade foi utilizado um múltiplo de saída de 5,2 vezes e uma taxa de crescimento na perpetuidade de 9,8%, resultado de um crescimento real de 2% e uma inflação implícita da Estrutura Termo da Taxa de Juros de 7,6% para 2.268 vértices, dados estes obtidos do último período de projeção do cenário macroeconômico. O múltiplo de saída foi obtido da avaliação relativa. Assim, é possível ter uma sensibilidade de qual é o múltiplo de saída que a companhia deveria estar sendo negociada, dados seus fundamentos e crescimento na perpetuidade.

Se o valor terminal bruto pelo modelo de perpetuidade é R\$ 5,3 bilhões, então este valor dividido pelo EBITDA do último ano, chega-se ao múltiplo de saída. O cálculo da taxa de perpetuidade implícita é feito de forma inversa.

A Tabela 52 demonstra que o valor dos fluxos de caixa livres projetados representem um total de R\$ 943 milhões a valor presente pelo custo de capital ponderado de 20,6%. Além disso, demonstra que o valor bruto da perpetuidade pode ser considerado tanto como sendo R\$ 2,477 bilhões, como R\$ 5,311 bilhões a depender da utilização do múltiplo de saída de 5,2x do EBITDA, implicando uma perpetuidade negativa, ou do uso da perpetuidade construída implicando um múltiplo de saída de 11,2x. A diferença entre o valor bruto e o valor descontado advém do fato de que a perpetuidade calculada se dá no ano cinco, tendo este de ser trazido a valor presente pelo custo de capital ponderado de 20,6%. Observa-se também que o valor de firma é menor que o valor de mercado calculado tendo em vista que a empresa possui mais caixa que dívidas, resultando nas diferenças observadas na tabela. Por

último, calcula-se o preço por ação dividindo o valor de mercado implícito pela quantidade de ações.

Tabela 52 - Avaliação Final

| | Projetado | | | | | |
|-------------------------------------|-----------|--------------|-------------------|-------------------------------------|------------|------------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | |
| EBITDA | | \$ 289 | \$ 363 | \$ 383 | \$ 445 | \$ 472 |
| EBIT | | 236 | 303 | 321 | 373 | 391 |
| Menos Imposto Marginal | 34% | 5 | (70) | (73) | (87) | (133) |
| Nopat | | 231 | 373 | 394 | 460 | 524 |
| Mais: Depreciação e Amortização | | 53 | 60 | 62 | 72 | 81 |
| Menos: Capex | | (101) | (104) | (117) | (134) | (137) |
| Menos: Aumento de Capital de Giro | | - | - | - | - | - |
| Fluxo de Caixa Livre | | 183 | 330 | 338 | 398 | 468 |
| WACC | 20,6% | \$ 943 | | | | |
| MÚLTIPLO DE SAÍDA | | | | | | |
| Valor Terminal | | Bruto | Descontado | Perpetuidade Implícita | | |
| EV/EBITDA de Saída | 5,2x | 2.477 | 971 | (0,5)% | | |
| Valor da Firma | | | | \$ 1.913 | | |
| Valor de Mercado Implícito | | | | 2.072 | | |
| Valor de Mercado por Ação | | | | R\$ 12,65 | | |
| PERPETUIDADE | | | | | | |
| Valor da Perpetuidade | | Bruto | Descontado | EV/EBITDA de Saída Implícito | | |
| Taxa de Crescimento na Perpetuidade | 9,8% | 5.311 | 2.081 | 11,2x | | |
| Valor da Firma | real | 2,0% | | \$ 3.024 | | |
| | inflação | 7,6% | | 3.183 | | |
| Valor de Mercado Implícito | | | | 3.183 | | |
| Valor de Mercado por Ação | | | | R\$ 19,43 | | |

Fonte: Elaborado pelo Autor

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo responde, enfim, a sua pergunta: é possível, hoje, comprar ações da Cia Hering S.A. a um preço descontado em relação ao valor da companhia? A resposta é sim, uma vez que análise pelo método de fluxo de caixa descontado aponta para um preço por ação de R\$ 19,43 contra R\$ 15,15 no dia 30 de Outubro de 2015. Além disso, se a empresa foi precificada pela média das empresas do setor, se preço alvo seria de R\$ 18,37 conforme observado no modelo de avaliação relativa, um potencial de valorização de 28,3% e 21,2% respectivamente.

Além disso, o presente estudo atinge seus objetivos na análise do macroambiente, é possível identificar um cenário desafiador do ponto de vista econômico; cujas empresas possuem diversos benefícios fiscais; com um grande mercado consumidor potencial no médio prazo, mas desafiador na medida que a população comece a reduzir; onde consumo responsável pode se tornar relevante no futuro, bem como o uso de tecnologias e, principalmente, uma maior penetração da internet como canal de distribuição para essas empresas.

Cumpra-se também o objetivo de analisar a estrutura competitiva do setor por meio da análise financeira e operacional das empresas que já atuam no mesmo ou de seus novos entrantes e pares de canais específicos. O ambiente competitivo nos mostra que a competição é o maior risco enfrentado pela Hering; que novos entrantes podem vir a atuar no Brasil no curto, médio e longo prazos com uma política de preços agressiva e marcas consolidadas; que o varejo de vestuário online ainda cresce, mas a passos mais lentos do que anteriormente e cada vez mais consolidado em duas empresas; que os fornecedores são muitos e fragmentados e que a abertura de shoppings centers sem uma concentração de administradores beneficiou e continua beneficiando as empresas de vestuário, pois estas não são dependentes de grandes administradores.

A análise da estrutura competitiva ainda pode ser melhorada com a análise de mais competidores e de novos entrantes, bem como uma melhor compreensão do grau de penetração de internet e disposição dos usuários em adquirir produtos de vestuário neste ambiente. Além disso, mais estudos a cerca do potencial de abertura de shoppings é essencial para compreender o potencial de abertura de lojas e uma melhor análise das lojas físicas se faz necessário, uma vez que este é um grande mercado ainda a ser explorado.

O modelo de fluxo caixa ainda cumpre seu objetivo de demonstrar como a assunção de determinadas premissas é importante para estruturar uma lógica que possibilite uma maior previsibilidade dos fluxos de caixa futuros, mesmo que tanto as premissas, quanto as relações possam ser refinadas em estudos posteriores e um maior detalhamento de vendas por marca em seus determinados canais e regiões pode contribuir para um modelo de precificação mais preciso.

REFERÊNCIAS

ABBIMA, **Estrutura a Termo das Taxas de Juros Estimada**, São Paulo, 07 dez 2015. Disponível em <http://www.anbima.com.br/est_termo/CZ.asp> , Acessado em 07 dez 2015.

APÓS SETE anos, Luiz Fazzio deixa comando da C&A no Brasil. **Valor Econômico**, São Paulo, 06 mai. 2009. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/arquivo/618381/apos-sete-anos-luiz-fazzio-deixa-comando-da-c-no-brasil>>; Acessado em: 20 nov. 2015.

ARTHUR LUNDGREN TECIDOS S.A. **Demonstração Financeira 2014**. São Paulo, 2015.

ARTHUR LUNDGREN TECIDOS S.A. **Demonstração Financeira 2013**. São Paulo, 2014.

ARTHUR LUNDGREN TECIDOS S.A. **Demonstração Financeira 2012**. São Paulo, 2013.

ARTHUR LUNDGREN TECIDOS S.A. **Demonstração Financeira 2011**. São Paulo, 2012.

ARTHUR LUNDGREN TECIDOS S.A. **Demonstração Financeira 2010**. São Paulo, 2011.

ARTHUR LUNDGREN TECIDOS S.A. **Demonstração Financeira 2009**. São Paulo, 2010.

ARTHUR LUNDGREN TECIDOS S.A. **Demonstração Financeira 2008**. São Paulo, 2009.

ARTIGAS, Manuela; CALICCHIO, Nicola, **How half the world shops: Apparel in Brazil, China and India**. The McKinsey Quarterly. McKinsey, São Paulo, 2007.

BAILEY, Sarah. **Moda e Visual Merchandising**. 1 ed. São Paulo: GGBrasil, 2014

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Gerin. **Focus – Relatório de mercado**. Brasília, out. 2015. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/?FOCUSRELMERC>>. Acesso em: 20 nov. 2015.

BANCO BRADESCO. Depec. **Projeções Bradesco Longo Prazo**. São Paulo, out 2015, Disponível em <<http://www.economiaemdia.com.br/>>. Acesso em: 18 nov 2015.

BANCO ITAÚ. BBA. **Cenário Brasil - Novembro**. São Paulo, nov 2015, Disponível em < <https://www.itaubba-pt/analises-economicas/projecoes/cenario-mundo-e-brasil>>. Acesso em: 18 nov 2015.

BERG, Achim; HEDRICH, Saskia; RUSSO, Bill. **East Africa: The next hub for apparel sourcing?**, The McKinsey Quarterly. McKinsey, Frankfurt, 2015.

BOUÇAS, Cibelle. C&A planeja abrir 29 lojas neste ano. **Valor Econômico**, São Paulo, 02 fev. 2015. Disponível em: < <http://www.valor.com.br/empresas/3888000/ca-planeja-abrir-29-lojas-neste-ano>>, Acesso em: 20 nov. 2015

BURGGRAAFF, Peter; SCHUURING Marc; URDA, Bill. **Four Digital Enablers**. BCG Perspectives, Estados Unidos. 2015.

CAPRICÓRNIO S.A. **Demonstração Financeira 2014**. São Paulo, 2015.

CAPRICÓRNIO S.A. **Demonstração Financeira 2013**. São Paulo, 2014.

CAPRICÓRNIO S.A. **Demonstração Financeira 2012**. São Paulo, 2013.

CAPRICÓRNIO S.A. **Demonstração Financeira 2011**. São Paulo, 2012.

CAPRICÓRNIO S.A. **Demonstração Financeira 2010**. São Paulo, 2011.

CARLISLE, Tobias E.. **Deep value: why activist investors and other contrarians battle for losing corporations**. 1 ed. New Jersey: John Willey & Sons, 2014

CIA HERING S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2014**. São Paulo, 2015.

CIA HERING S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2013**. São Paulo, 2014.

CIA HERING S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2012**. São Paulo, 2013.

CIA HERING S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2011**. São Paulo, 2012.

CIA HERING S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2010**. São Paulo, 2011.

CIA HERING S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2009**. São Paulo, 2010.

CIA HERING S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2008**. São Paulo, 2009.

CIA HERING S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2007**. São Paulo, 2008.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Primeiro Trimestre de 2015**. São Paulo, 2015.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Segundo Trimestre de 2015**. São Paulo, 2015.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Terceiro Trimestre de 2015**. São Paulo, 2015.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Primeiro Trimestre de 2014**. São Paulo, 2014.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Segundo Trimestre de 2014**. São Paulo, 2014.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Terceiro Trimestre de 2014**. São Paulo, 2014.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Primeiro Trimestre de 2013**. São Paulo, 2013.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Segundo Trimestre de 2013**. São Paulo, 2013.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Terceiro Trimestre de 2013**. São Paulo, 2013.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Primeiro Trimestre de 2012**. São Paulo, 2012.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Segundo Trimestre de 2012.** São Paulo, 2012.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Terceiro Trimestre de 2012.** São Paulo, 2012.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Primeiro Trimestre de 2011.** São Paulo, 2011.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Segundo Trimestre de 2011.** São Paulo, 2011.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Terceiro Trimestre de 2011.** São Paulo, 2011.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Primeiro Trimestre de 2010.** São Paulo, 2010.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Segundo Trimestre de 2010.** São Paulo, 2010.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Terceiro Trimestre de 2010.** São Paulo, 2010.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Primeiro Trimestre de 2009.** São Paulo, 2009.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Segundo Trimestre de 2009.** São Paulo, 2009.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Terceiro Trimestre de 2009.** São Paulo, 2009.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Primeiro Trimestre de 2008.** São Paulo, 2008.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Segundo Trimestre de 2008.** São Paulo, 2008.

CIA HERING S.A. **Informações Trimestrais, Terceiro Trimestre de 2008.** São Paulo, 2008.

COMPANHIA DE FIAÇÃO E TECIDOS CEDRO E CACHOEIRA S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2014.** São Paulo, 2015.

COMPANHIA DE FIAÇÃO E TECIDOS CEDRO E CACHOEIRA S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2013.** São Paulo, 2014.

COMPANHIA DE FIAÇÃO E TECIDOS CEDRO E CACHOEIRA S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2012.** São Paulo, 2013.

COMPANHIA DE FIAÇÃO E TECIDOS CEDRO E CACHOEIRA S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2011.** São Paulo, 2012.

COMPANHIA INDUSTRIAL CATAGUASES S.A. **Demonstração Financeira 2014.** São Paulo, 2015.

COMPANHIA INDUSTRIAL CATAGUASES S.A. **Demonstração Financeira 2013.** São Paulo, 2014.

COMPANHIA INDUSTRIAL CATAGUASES S.A. **Demonstração Financeira 2012.** São Paulo, 2013.

COMPANHIA TECIDOS SANTANENSE S.A. **Demonstração Financeira 2014.** São Paulo, 2015.

COMPANHIA TECIDOS SANTANENSE S.A. **Demonstração Financeira 2013.** São Paulo, 2014.

COMPANHIA TECIDOS SANTANENSE S.A. **Demonstração Financeira 2012.** São Paulo, 2013.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliações de empresas..** 2 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007

DAMODARAN, Aswath. **Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações.** 1 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2012

DILLON, Susan. **Princípios de Gestão de Negócios de Moda.** 1 ed. São Paulo: GGBrasil, 2013

E-BIT. **WebShoppers**, 32 ed. São Paulo: Buscapé Company, 2015

ESTUDOS & PESQUISAS, Rio de Janeiro, IBGE, 2008, ISSN 1516-3296

EUROMONITOR, Research. **Apparel and Footwear.** São Paulo, ser. 2015. Disponível em <<http://www.euromonitor.com/>>. Acesso em: 12 out. 2015.

GIL, A.C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa.,** 4 ed. São Paulo: Atlas 2002

GROSE, Viginia. **Merchandising de moda.** 1 ed. São Paulo: GGBrasil, 2013

GUARARAPES CONFECÇÕES S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2014.** Rio Grande do Norte, 2015.

GUARARAPES CONFECÇÕES S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2013.** Rio Grande do Norte, 2014.

GUARARAPES CONFECÇÕES S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2012.** Rio Grande do Norte, 2013.

GUARARAPES CONFECÇÕES S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2011.** Rio Grande do Norte, 2012.

GUARARAPES CONFECÇÕES S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2010.** Rio Grande do Norte, 2011.

GUARARAPES CONFECÇÕES S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2009**. Rio Grande do Norte, 2010.

GUARARAPES CONFECÇÕES S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2008**. Rio Grande do Norte, 2009.

HAGSTROM, Robert G., **O jeito Warren Buffet de investir: os segredos do maior investidor do mundo**. 1 ed. São Paulo: Saraiva, 2008

HENNES & MAURITZ AB **Full Year Report 2014**. Suécia, 2015.

HENNES & MAURITZ AB **Full Year Report 2013**. Suécia, 2014.

HENNES & MAURITZ AB **Full Year Report 2012**. Suécia, 2013.

HENNES & MAURITZ AB **Full Year Report 2011**. Suécia, 2012.

HENNES & MAURITZ AB **Full Year Report 2010**. Suécia, 2011.

HENNES & MAURITZ AB **Full Year Report 2009**. Suécia, 2010.

HENNES & MAURITZ AB **Full Year Report 2008**. Suécia, 2009.

KATO, Heitor; PARENTE, Juracy. **Estratégias de Localização**. GVExecutivo. FGV, São Paulo, v. 7, n 5, out 2008, Especial Varejo.

KOLLER T.; GOEDHARD M.; WESSELS D.. **Valuation: Measuring the value of companies**. 5 ed. New Jersey: John Willey & Sons, 2010.

KOTLER, Philip. **Administração de Marketing**. 14 ed. São Paulo, Pearson Education do Brasil, 2012

LOJAS RENNER S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2014**. Rio Grande do Sul, 2015.

LOJAS RENNER S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2013**. Rio Grande do Sul, 2014.

LOJAS RENNER S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2012**. Rio Grande do Sul, 2013.

LOJAS RENNER S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2011**. Rio Grande do Sul, 2012.

LOJAS RENNER S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2010**. Rio Grande do Sul, 2011.

LOJAS RENNER S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2009**. Rio Grande do Sul, 2010.

LOJAS RENNER S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2008**. Rio Grande do Sul, 2009.

LOJAS RENNER S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2007**. Rio Grande do Sul, 2008.

MARISA LOJAS S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2014**. São Paulo, 2015.

MARISA LOJAS S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2013**. São Paulo, 2014.

MARISA LOJAS S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2012**. São Paulo, 2013.

MARISA LOJAS S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2011**. São Paulo, 2012.

MARISA LOJAS S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2010**. São Paulo, 2011.

MARISA LOJAS S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2009**. São Paulo, 2010.

MARISA LOJAS S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2008**. São Paulo, 2009.

MARISA LOJAS S.A. **Demonstração Financeira Padronizada 2007**. São Paulo, 2008.

MELO, Luísa. Dafiti tem receita líquida de R\$ 592 milhões em 2014. **EXAME**. São Paulo, 19 mai. 2015. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/negocios/noticias/dafiti-tem-receita-liquida-de-592-milhoes-em-2014>>; Acessado em: 20 nov. 2015.

MONTELANC R.; PASIN R.; PEREIRA F.. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity**. 1 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010

MOORE, Gwyneth. **Promoção de moda**. 1 ed. São Paulo: GGBrasil, 2013

N2.COM INTERNET S.A. **Demonstração Financeira 2014**. São Paulo, 2015.

N2.COM INTERNET S.A. **Demonstração Financeira 2013**. São Paulo, 2014.

N2.COM INTERNET S.A. **Demonstração Financeira 2012**. São Paulo, 2013.

N2.COM INTERNET S.A. **Demonstração Financeira 2011**. São Paulo, 2012.

N2.COM INTERNET S.A. **Demonstração Financeira 2010**. São Paulo, 2011.

PEARL J.; ROSEMBAUM J. **Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Merger & Acquisitions**. 1 ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2009

PORTER, Michael. **Estratégia Competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência**. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004

PÓVOA, ALEXANDRE, **Valuation: como precificar ações**. 1 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012

RANKING Ibevar 2013. **IBEVAR**, São Paulo, 2015. Disponível em <<http://www.ibevar.org.br/#!download-ranking-2014/cw0i>>. Acessado em: 20 nov. 2015.

RANKING Ibevar 2014. **IBEVAR**, São Paulo, 2015. Disponível em <<http://www.ibevar.org.br/#!download-ranking-2014/cw0i>>. Acessado em: 20 nov. 2015.

RIGUEIRA Marina, C&A completa 36 de atuação no Brasil, Estado de Minas, 03 set. 2012. Disponível em: <
http://www.em.com.br/app/noticia/economia/2012/09/03/internas_economia,315523/c-a-completa-36-anos-de-atuacao-no-brasil.shtml>, Acesso em: 20 nov. 2015

ROSS S.A.; WESTERFIELD R. W.; JORDAN B. D.; LAMB R.. **Fundamentos da administração financeira**. 9 ed. Porto Alegre: AMGH, 2013

SHAW, D.. **A compra profissional de moda**. 1 ed. São Paulo: GGBrasil, 2014

TAVEX BRASIL PARTICIPAÇÕES S.A. **Demonstração Financeira 2014**. São Paulo, 2015.

TAVEX BRASIL PARTICIPAÇÕES S.A. **Demonstração Financeira 2013**. São Paulo, 2014.

TAVEX BRASIL PARTICIPAÇÕES S.A. **Demonstração Financeira 2012**. São Paulo, 2013.

TAVEX BRASIL PARTICIPAÇÕES S.A. **Demonstração Financeira 2011**. São Paulo, 2012.

THE GAP, INC. Form 10-K, Estados Unidos 2015

THE GAP, INC. Form 10-K, Estados Unidos 2014

THE GAP, INC. Form 10-K, Estados Unidos 2013

THE GAP, INC. Form 10-K, Estados Unidos 2012

THE GAP, INC. Form 10-K, Estados Unidos 2011

THE GAP, INC. Form 10-K, Estados Unidos 2010

THE GAP, INC. Form 10-K, Estados Unidos 2009

THE GAP, INC. Form 10-K, Estados Unidos 2008

THE GAP, INC. Form 10-K, Estados Unidos 2007

THE GAP, INC. Form 10-K, Estados Unidos 2006

VAREJISTAS mudam operação para acelerar retomada. **Valor Econômico**, São Paulo, 14 mar. 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/2569042/varejistas-mudam-operacao-para-acelerar-retomada>>; Acessado em: 20 nov. 2015.

YIN, R.K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

ANEXOS

Anexo A: Balanço Patrimonial – Ativos - Hering

| | Realizado | | | | | | | | | Projetado | | | | |
|--|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 3T15 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Caixa e Equivalentes de Caixa | 139 | 102 | 102 | 115 | 200 | 193 | 141 | 182 | 145 | 284 | 401 | 497 | 566 | 692 |
| Clientes | 121 | 170 | 215 | 295 | 362 | 429 | 478 | 511 | 397 | 403 | 405 | 429 | 494 | 529 |
| Estoques | 56 | 75 | 90 | 190 | 222 | 211 | 296 | 297 | 394 | 324 | 330 | 353 | 400 | 429 |
| Outros Ativos Circulantes | <u>20</u> | <u>36</u> | <u>11</u> | <u>18</u> | <u>18</u> | <u>17</u> | <u>24</u> | <u>22</u> | <u>52</u> | <u>20</u> | <u>21</u> | <u>22</u> | <u>25</u> | <u>27</u> |
| Ativo Circulante | 335 | 384 | 419 | 618 | 801 | 851 | 939 | 1.012 | 989 | 1.032 | 1.157 | 1.302 | 1.486 | 1.677 |
| Aplicações Financeiras | 19 | 32 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 3 | - | - | - | - | - |
| Títulos e Contas a Receber | 6 | 14 | 16 | 9 | 8 | 7 | 8 | 8 | 8 | 9 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Impostos a Recuperar | 4 | 4 | 5 | 8 | 9 | 9 | 6 | 5 | 6 | 8 | 8 | 8 | 10 | 10 |
| Impostos Diferidos | 87 | 73 | 21 | 18 | 21 | 18 | 16 | 14 | 45 | 18 | 19 | 20 | 23 | 24 |
| Outros Ativos de Longo Prazo | <u>3</u> | <u>3</u> | <u>8</u> | <u>2</u> | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Ativo Realizável de Longo Prazo | 120 | 126 | 51 | 38 | 39 | 35 | 31 | 30 | 63 | 35 | 36 | 38 | 44 | 46 |
| Investimentos | 1 | 1 | 1 | 0 | - | - | - | 0 | - | - | - | - | - | - |
| Imobilizado | 222 | 167 | 181 | 224 | 239 | 256 | 278 | 301 | 318 | - | - | - | - | - |
| Intangível | 10 | 14 | 23 | 26 | 29 | 39 | 55 | 89 | 103 | - | - | - | - | - |
| Diferido | <u>0</u> | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Permanente | 233 | 182 | 206 | 250 | 268 | 296 | 333 | 390 | 421 | 438 | 481 | 537 | 598 | 654 |
| Ativo Total | 688 | 692 | 675 | 906 | 1.108 | 1.182 | 1.303 | 1.432 | 1.473 | 1.505 | 1.674 | 1.877 | 2.128 | 2.378 |

Anexo B: Balanço Patrimonial – Passivos – Hering

| | Realizado | | | | | | | | | Projetado | | | | |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 3T15 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Dívida de Curto Prazo | 73 | 84 | 37 | 28 | 12 | 25 | 2 | 23 | - | - | - | - | - | - |
| Fornecedores | 30 | 18 | 54 | 122 | 125 | 155 | 153 | 171 | 163 | 145 | 148 | 157 | 176 | 187 |
| Salários e Encargos | 16 | 20 | 21 | 27 | 28 | 36 | 37 | 40 | 55 | 41 | 40 | 43 | 48 | 51 |
| Obrigações Tributárias | 28 | 21 | 11 | 20 | 61 | 51 | 63 | 30 | 11 | 15 | 15 | 16 | 18 | 19 |
| Provisões | 7 | 17 | 25 | 30 | 36 | 22 | 30 | 22 | 28 | 21 | 21 | 22 | 25 | 26 |
| Outros Passivos Circulantes | <u>19</u> | <u>45</u> | <u>31</u> | <u>35</u> | <u>20</u> | <u>27</u> | <u>28</u> | <u>27</u> | <u>23</u> | <u>24</u> | <u>23</u> | <u>25</u> | <u>28</u> | <u>29</u> |
| Passivo Circulante | 173 | 206 | 179 | 262 | 281 | 315 | 313 | 314 | 279 | 246 | 247 | 261 | 295 | 313 |
| Dívida de Longo Prazo | 52 | 61 | 41 | 26 | 23 | 0 | 22 | - | - | - | - | - | - | - |
| Parcelamentos de Tributos | 43 | 39 | 31 | 29 | 22 | 15 | 12 | 8 | 8 | 7 | 7 | 8 | 9 | 9 |
| Provisões | 15 | 6 | 7 | 11 | 9 | 12 | 10 | 11 | 13 | 11 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| Outros Passivos Não Circulantes | <u>131</u> | <u>137</u> | <u>49</u> | <u>50</u> | <u>61</u> | <u>57</u> | <u>35</u> | <u>24</u> | <u>16</u> | <u>19</u> | <u>18</u> | <u>19</u> | <u>22</u> | <u>23</u> |
| Passivo Não Circulante | 240 | 243 | 127 | 116 | 116 | 83 | 79 | 42 | 37 | 37 | 36 | 38 | 43 | 46 |
| Capital social | 375 | 223 | 224 | 226 | 230 | 236 | 239 | 313 | 346 | - | - | - | - | - |
| Reservas | 52 | 20 | 125 | 254 | 366 | 420 | 608 | 713 | 668 | - | - | - | - | - |
| Ações em Tesouraria | - | - | - | - | - | - | - | (12) | (41) | - | - | - | - | - |
| Lucros e Prejuízos Acumulados | (152) | - | - | - | - | - | 2 | - | 170 | - | - | - | - | - |
| Outros Patrimônios | <u>0</u> | <u>0</u> | <u>21</u> | <u>48</u> | <u>115</u> | <u>128</u> | <u>58</u> | <u>62</u> | <u>14</u> | <u>-</u> | <u>-</u> | <u>-</u> | <u>-</u> | <u>-</u> |
| Patrimônio Líquido | 275 | 243 | 369 | 528 | 711 | 784 | 907 | 1.076 | 1.157 | 1.222 | 1.392 | 1.577 | 1.791 | 2.020 |
| Passivos Total | 688 | 692 | 675 | 906 | 1.108 | 1.182 | 1.299 | 1.432 | 1.473 | 1.505 | 1.674 | 1.877 | 2.128 | 2.378 |

Anexo C: Demonstração de Resultados do Exercício – Hering

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 12M | 2015 (E) | 2016 (E) | 2017 (E) | 2018 (E) | 2019 (E) |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Receita Bruta | 443 | 629 | 877 | 1.235 | 1.647 | 1.794 | 2.019 | 2.011 | 1.904 | 1.856 | 1.917 | 2.027 | 2.305 | 2.445 |
| Deduções | (73) | (114) | (156) | (222) | (294) | (302) | (340) | (333) | (322) | (322) | (333) | (352) | (400) | (425) |
| Receita Líquida | 369 | 515 | 721 | 1.013 | 1.353 | 1.491 | 1.680 | 1.678 | 1.582 | 1.534 | 1.584 | 1.675 | 1.905 | 2.021 |
| Custo de Produtos Vend. | (224) | (268) | (370) | (501) | (684) | (795) | (903) | (924) | (905) | (877) | (894) | (946) | (1.067) | (1.132) |
| Resultado Bruto | 145 | 247 | 351 | 513 | 670 | 696 | 777 | 755 | 677 | 657 | 690 | 728 | 838 | 889 |
| Despesas de Vendas | (80) | (113) | (142) | (170) | (213) | (243) | (262) | (292) | (309) | (300) | (257) | (271) | (309) | (328) |
| Despesas Gerais e Adm. | (14) | (30) | (29) | (33) | (37) | (43) | (53) | (53) | (54) | (53) | (54) | (57) | (65) | (69) |
| Outras Receis/Despesas | (21) | 2 | (25) | (33) | (26) | (3) | (23) | (13) | (16) | (15) | (16) | (17) | (19) | (20) |
| EBITDA | 30 | 105 | 155 | 277 | 394 | 407 | 439 | 396 | 298 | 289 | 363 | 383 | 445 | 472 |
| Depreciação e Amortização | (10) | (15) | (20) | (23) | (29) | (34) | (34) | (39) | (45) | (53) | (60) | (62) | (72) | (81) |
| Resultado Operacional | 20 | 90 | 135 | 253 | 365 | 373 | 405 | 357 | 253 | 236 | 303 | 321 | 373 | 391 |
| Despesa Financeira, Líquida | (17) | (4) | 26 | 10 | 30 | 37 | 29 | 34 | 41 | 24 | 98 | 117 | 132 | 149 |
| Outros | - | (42) | 25 | 0 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Resultado Antes do Imposto | 3 | 44 | 186 | 263 | 395 | 410 | 434 | 392 | 294 | 260 | 401 | 438 | 505 | 540 |
| Corrente | (7) | (24) | (23) | (49) | (101) | (96) | (117) | (74) | (21) | 6 | (93) | (100) | (118) | (123) |
| Diferido | 23 | 13 | (26) | (2) | 3 | (4) | 1 | 1 | 34 | - | - | - | - | - |
| Participação Minoritária | 0 | 0 | 0 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Reversões | - | 5 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Resultado Líquido | 19 | 38 | 138 | 212 | 297 | 311 | 318 | 319 | 307 | 265 | 308 | 338 | 388 | 417 |

Anexo D: Indicadores – Hering

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 3T15 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Indicadores de Liquidez | | | | | | | | | | | | | | |
| Solvência de Caixa | 0,80 | 0,50 | 0,57 | 0,44 | 0,71 | 0,61 | 0,45 | 0,58 | 0,52 | 1,15 | 1,62 | 1,90 | 1,92 | 2,21 |
| Liquidez Corrente | 1,93 | 1,86 | 2,35 | 2,36 | 2,85 | 2,70 | 3,00 | 3,23 | 3,55 | 4,20 | 4,69 | 4,98 | 5,04 | 5,37 |
| Liquidez Seca | 1,61 | 1,49 | 1,84 | 1,63 | 2,06 | 2,03 | 2,06 | 2,28 | 2,13 | 2,88 | 3,35 | 3,63 | 3,69 | 3,99 |
| Liquidez Geral | 1,66 | 1,54 | 2,21 | 2,40 | 2,79 | 2,97 | 3,33 | 4,02 | 4,67 | 5,32 | 5,92 | 6,27 | 6,30 | 6,64 |
| Indicadores de Atividade e Prazos | | | | | | | | | | | | | | |
| Giro do Ativo | 0,6 | 0,7 | 1,1 | 1,3 | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 1,0 | 0,9 |
| Prazo Médio de Recebimento | 97 | 85 | 82 | 74 | 73 | 76 | 80 | 84 | 85 | 82 | 82 | 82 | 82 | 82 |
| Giro do Contas a Receber | 3,8 | 4,3 | 4,5 | 4,9 | 5,0 | 4,8 | 4,6 | 4,4 | 4,3 | 4,4 | 4,4 | 4,4 | 4,4 | 4,4 |
| Prazo Médio de Pagamento | 37 | 30 | 37 | 56 | 52 | 56 | 52 | 52 | 51 | 51 | 51 | 51 | 51 | 51 |
| Giro do Contas a Pagar | 9,8 | 12,2 | 9,8 | 6,5 | 7,0 | 6,5 | 7,0 | 7,0 | 7,1 | 7,1 | 7,1 | 7,1 | 7,1 | 7,1 |
| Prazo Médio de Estoques | 92 | 98 | 94 | 98 | 113 | 102 | 108 | 124 | 139 | 139 | 139 | 139 | 139 | 139 |
| Giro dos Estoques | 4,0 | 3,7 | 3,9 | 3,7 | 3,2 | 3,6 | 3,4 | 2,9 | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 2,6 |
| Indicadores de Margens Financeiras | | | | | | | | | | | | | | |
| Margem Bruta | 39,4% | 48,0% | 48,7% | 50,6% | 49,5% | 46,7% | 46,2% | 45,0% | 42,8% | 42,8% | 43,6% | 43,5% | 44,0% | 44,0% |
| Margem Operacional | 5,4% | 17,5% | 18,7% | 25,0% | 27,0% | 25,0% | 24,1% | 21,3% | 16,0% | 15,4% | 19,1% | 19,1% | 19,6% | 19,3% |
| Margem Líquida | 5,0% | 7,3% | 19,1% | 20,9% | 22,0% | 20,9% | 18,9% | 19,0% | 19,4% | 17,3% | 19,5% | 20,2% | 20,4% | 20,6% |
| Indicadores de Retorno | | | | | | | | | | | | | | |
| Retorno sobre Ativos | 6,0% | 11,3% | 12,6% | 25,8% | 26,9% | 23,7% | 23,1% | 20,7% | 18,8% | 16,5% | 13,2% | 12,4% | 12,8% | 11,9% |
| Retorno sobre Patrimônio Líquido | 18,8% | 28,8% | 28,2% | 45,1% | 42,5% | 35,2% | 33,7% | 28,1% | 24,2% | 21,0% | 16,1% | 14,9% | 15,2% | 14,1% |
| Indicadores de Endividamento | | | | | | | | | | | | | | |
| Endividamento Financeiro | 31,2% | 37,4% | 17,4% | 9,3% | 4,7% | 3,1% | 2,6% | 2,1% | - | - | - | - | - | - |
| Participação do Capital Próprio | 68,8% | 62,6% | 82,6% | 90,7% | 95,3% | 96,9% | 97,4% | 97,9% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Endividamento de Curto Prazo | 58,6% | 58,0% | 47,6% | 51,6% | 33,8% | 99,4% | 8,6% | 100,0% | - | - | - | - | - | - |
| Endividamento de Longo Prazo | 41,4% | 42,0% | 52,4% | 48,4% | 66,2% | 0,6% | 91,4% | - | - | - | - | - | - | - |
| Cobertura de Juros | 1 | 22 | (5) | (25) | (12) | (10) | (14) | (10) | (6) | (10) | (3) | (3) | (3) | (3) |
| Indicadores de Alavancagem | | | | | | | | | | | | | | |
| Multiplicador do Capital Próprio | 2,5 | 2,9 | 1,8 | 1,7 | 1,6 | 1,5 | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Multiplicador do Capital de Terceiros | 1,7 | 1,5 | 2,2 | 2,4 | 2,8 | 3,0 | 3,3 | 4,0 | 4,7 | 5,3 | 5,9 | 6,3 | 6,3 | 6,6 |
| Imobilização do Patrimônio Líquido | 1,2 | 1,3 | 1,8 | 2,1 | 2,7 | 2,7 | 2,7 | 2,8 | 2,7 | 2,8 | 2,9 | 2,9 | 3,0 | 3,1 |

Anexo E: Receita – Parte 1 – Hering

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 12M | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Mercado de Vestuário Valores Nominais | | | | | | | | | | | | | |
| Adulto | 42.152 | 45.400 | 51.300 | 56.106 | 59.404 | 64.690 | 65.633 | | 68.183 | 71.640 | 76.226 | 81.972 | 88.528 |
| Infantil | 10.363 | 11.350 | 13.104 | 14.633 | 15.967 | 17.633 | 18.804 | | 19.950 | 21.304 | 22.897 | 24.712 | 26.767 |
| Outros | 2.962 | 3.246 | 3.753 | 4.194 | 4.527 | 4.976 | 5.254 | | 5.579 | 5.927 | 6.335 | 6.812 | 7.342 |
| Mercado de Vestuário Total | 55.477 | 59.995 | 68.156 | 74.933 | 79.899 | 87.299 | 89.691 | | 93.712 | 98.871 | 105.458 | 113.496 | 122.636 |
| Market Share | 1,1% | 1,4% | 1,7% | 2,1% | 2,2% | 2,2% | 2,2% | | 1,9% | 1,9% | 1,9% | 2,0% | 1,9% |
| Preços - Valores Nominais | | | | | | | | | | | | | |
| Adulto - Cotidiano | R\$ 37 | R\$ 38 | R\$ 41 | R\$ 43 | R\$ 45 | R\$ 47 | R\$ 48 | | R\$ 50 | R\$ 52 | R\$ 54 | R\$ 57 | R\$ 59 |
| Infantil | R\$ 21 | R\$ 22 | R\$ 24 | R\$ 25 | R\$ 27 | R\$ 28 | R\$ 30 | | R\$ 31 | R\$ 32 | R\$ 33 | R\$ 35 | R\$ 37 |
| Média Ponderada | R\$ 24 | R\$ 25 | R\$ 27 | R\$ 29 | R\$ 30 | R\$ 31 | R\$ 33 | | R\$ 34 | R\$ 35 | R\$ 37 | R\$ 39 | R\$ 41 |
| Shoppings | | | | | | | | | | | | | |
| Número de Shoppings | 371 | 387 | 406 | 428 | 457 | 496 | 520 | | 538 | 577 | 590 | 603 | 616 |
| Área Bruta de Locação | 9.601 | 10.068 | 10.480 | 11.111 | 11.965 | 13.207 | 13.840 | | 14.274 | 15.336 | 15.691 | 16.046 | 16.402 |
| Lojas | 61.467 | 64.176 | 66.984 | 70.543 | 75.977 | 82.574 | 86.102 | | 88.803 | 95.409 | 97.619 | 99.829 | 102.039 |
| Trafégo de Pessoas | 325 | 328 | 329 | 376 | 398 | 415 | 431 | | 445 | 478 | 489 | 500 | 511 |
| Lojas por Shopping | 166 | 166 | 165 | 165 | 166 | 166 | 166 | | 165 | 165 | 165 | 166 | 166 |
| Tamanho Médio das Lojas | 156 | 157 | 156 | 158 | 157 | 160 | 161 | | 161 | 161 | 161 | 161 | 161 |
| Trafégo Anual por Loja | 63 | 61 | 59 | 64 | 63 | 60 | 60 | | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| Área Bruta por shopping | 25.878 | 26.016 | 25.813 | 25.961 | 26.181 | 26.627 | 26.615 | | 26.532 | 26.579 | 26.595 | 26.611 | 26.626 |
| Novos Empreendimentos | | | | | | | | | | | | | |
| Número de Shoppings | | 16 | 19 | 22 | 29 | 39 | 24 | | 18 | 39 | 13 | 13 | 13 |
| Área Bruta de Locação | | 467 | 412 | 631 | 853 | 1.242 | 633 | | 434 | 1.062 | 355 | 355 | 355 |
| Lojas | | 2.709 | 2.808 | 3.559 | 5.434 | 6.597 | 3.528 | | 2.701 | 6.606 | 2.210 | 2.210 | 2.210 |
| Área Bruta por shopping - mil m ² | | 29 | 22 | 29 | 29 | 32 | 26 | | 24 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| Receita Total | | | | | | | | | | | | | |
| Receita Bruta Total | | | | | | | | | | | | | |
| Mercado Externo | 33 | 15 | 21 | 21 | 27 | 32 | 35 | 39 | 38 | 40 | 43 | 45 | 47 |
| Mercado interno | 596 | 862 | 1.214 | 1.626 | 1.767 | 1.988 | 1.976 | 1.866 | 1.818 | 1.876 | 1.984 | 2.261 | 2.399 |
| Receita Bruta Total | 629 | 877 | 1.235 | 1.647 | 1.794 | 2.019 | 2.011 | 1.904 | 1.856 | 1.917 | 2.027 | 2.305 | 2.445 |
| Deduções | (114) | (156) | (222) | (294) | (302) | (340) | (333) | (322) | (322) | (333) | (352) | (400) | (425) |
| Receita Líquida Total | 515 | 721 | 1.013 | 1.353 | 1.491 | 1.680 | 1.678 | 1.582 | 1.534 | 1.584 | 1.675 | 1.905 | 2.021 |
| Deduções % da Receita | 18% | 18% | 18% | 18% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% |
| Receita de Mercado Externo | | | | | | | | | | | | | |
| Receita de Mercado Externo | | | | | | | | | | | | | |
| Receita de Mercado Externo | 33 | 15 | 21 | 21 | 27 | 32 | 35 | 39 | 38 | 40 | 43 | 45 | 47 |
| Quantidade de Lojas no Mercado E | 22 | 19 | 15 | 16 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| Receita por Loja no Mercado Externo | 1,50 | 0,83 | 1,41 | 1,36 | 1,64 | 1,90 | 2,03 | 2,27 | 2,23 | 2,38 | 2,50 | 2,63 | 2,74 |
| Receita por Loja no Mercado Externo | 2,23 | 2,65 | 3,27 | 3,11 | 2,97 | 2,93 | 2,84 | 2,88 | 2,88 | 2,88 | 2,88 | 2,88 | 2,88 |
| Variação | | 18,9% | 23,3% | (4,8)% | (4,5)% | (1,5)% | (2,9)% | 1,5% | - | - | - | - | - |
| Inflação | | | | 5,9% | 6,5% | 5,8% | 5,9% | 6,4% | 9,9% | 6,5% | 5,3% | 5,0% | 4,5% |
| Receita de Mercado Interno | | | | | | | | | | | | | |
| Receita de Mercado Nacional | | | | | | | | | | | | | |
| Multimarcas | 301 | 426 | 583 | 775 | 834 | 931 | 933 | 835 | 831 | 845 | 874 | 1.020 | 959 |
| Franquias | 194 | 279 | 422 | 582 | 652 | 767 | 746 | 723 | 676 | 696 | 745 | 835 | 971 |
| Lojas Próprias | 88 | 136 | 181 | 212 | 227 | 232 | 247 | 256 | 260 | 280 | 301 | 330 | 382 |
| Internet | - | 2 | 5 | 12 | 19 | 23 | 25 | 29 | 38 | 41 | 49 | 59 | 68 |
| Receita do Mercado Nacional | 583 | 844 | 1.191 | 1.582 | 1.732 | 1.953 | 1.951 | 1.844 | 1.805 | 1.862 | 1.969 | 2.244 | 2.379 |
| Outras Receitas do Mercado Nacio | 13 | 18 | 23 | 43 | 34 | 34 | 25 | 22 | 14 | 14 | 15 | 17 | 19 |
| Receita do Mercado Nacional Total | 596 | 862 | 1.214 | 1.626 | 1.767 | 1.988 | 1.976 | 1.866 | 1.818 | 1.876 | 1.984 | 2.261 | 2.399 |
| Receita de Multimarcas | | | | | | | | | | | | | |
| Receita de Multimarcas | | | | | | | | | | | | | |
| Receita Nominal de Multimarcas | 301 | 426 | 583 | 775 | 834 | 931 | 933 | 835 | 831 | 845 | 874 | 1.020 | 959 |
| Quantidade Média de Clientes | 10.176 | 11.443 | 12.178 | 12.787 | 13.299 | 13.755 | 14.252 | 14.427 | 14.427 | 14.427 | 14.427 | 14.427 | 14.427 |
| Quantidade Média de Clientes | 2.867 | 3.218 | 3.448 | 3.757 | 4.093 | 4.305 | 4.457 | 4.527 | 4.527 | 4.527 | 4.527 | 4.527 | 4.527 |
| Quantidade Média de Clientes | 3.474 | 3.733 | 3.889 | 4.090 | 4.223 | 4.340 | 4.417 | 4.471 | 4.471 | 4.471 | 4.471 | 4.471 | 4.471 |
| Média da Quantidade de Clientes | 16.517 | 18.393 | 19.515 | 20.634 | 21.615 | 22.400 | 23.126 | 23.425 | 23.425 | 23.425 | 23.425 | 23.425 | 23.425 |
| Ticket Médio de Multimarcas - R\$ Mil | 18,24 | 23,17 | 29,86 | 37,58 | 38,59 | 41,55 | 40,36 | 35,65 | 35 | 36 | 37 | 44 | 41 |
| Ticket Médio Real de Multimarcas - R | 29,55 | 35,35 | 43,09 | 50,84 | 49,33 | 49,91 | 45,49 | 37,71 | 36 | 35 | 35 | 40 | 42 |
| Variação do Ticket Real | | 20% | 22% | 18% | (3)% | 1% | (9)% | (17)% | (20)% | (5)% | - | 15% | 5% |

Anexo F: Receita – Parte 2 – Hering

| Sell Out | | | | | | | | | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Sell Out Rede Hering | | | | | | | | | | | | |
| Sell Out Franquias | 513 | 752 | 1.034 | 1.218 | 1.360 | 1.359 | 1.366 | 1.279 | 1.315 | 1.402 | 1.553 | 1.710 |
| Sell Out Lojas Próprias | 133 | 174 | 201 | 210 | 212 | 224 | 231 | 232 | 250 | 268 | 291 | 315 |
| Sell Out | 646 | 926 | 1.235 | 1.428 | 1.572 | 1.583 | 1.597 | 1.510 | 1.565 | 1.670 | 1.845 | 2.026 |
| Número Médio de Lojas | 204 | 252 | 305 | 387 | 474 | 548 | 611 | 647 | 672 | 682 | 693 | 704 |
| Tamanho Médio e Lojas - m ² | 132 | 129 | 128 | 131 | 136 | 138 | 140 | 140 | 139 | 139 | 139 | 139 |
| Área de Lojas Média - m² | 26.976 | 32.454 | 39.056 | 50.856 | 64.236 | 75.665 | 85.431 | 90.368 | 93.518 | 94.793 | 96.188 | 97.584 |
| Atendimentos (milhares) | 5.226 | 7.390 | 10.324 | 12.647 | 14.332 | 14.436 | 14.099 | 14.174 | 13.403 | 12.644 | 12.816 | 13.484 |
| Atendimentos por m ² (unidades) | 194 | 228 | 264 | 249 | 223 | 191 | 165 | 158 | 148 | 135 | 135 | 140 |
| Peças (milhares) | 12.222 | 16.849 | 23.029 | 26.911 | 31.131 | 30.193 | 29.394 | 29.646 | 28.034 | 26.446 | 26.806 | 28.204 |
| Peças por Atendimento | 2,3 | 2,3 | 2,2 | 2,1 | 2,2 | 2,1 | 2,1 | 2,1 | 2,1 | 2,1 | 2,1 | 2,1 |
| Preço por Peça | 38 | 40 | 46 | 46 | 52 | 54 | 54 | 54 | 59 | 62 | 65 | 68 |
| Preço em Relação ao Mercado | 1,0x | 1,0x | 1,1x | 1,0x | 1,1x | 1,1x | 1,1x | 1,1x | 1,1x | 1,2x | 1,2x | 1,2x |
| Preço por Peça Real | 57 | 57 | 61 | 58 | 62 | 60 | 57 | 56 | 58,0 | 58,0 | 58,0 | 58,0 |
| Variação Real de Preços | | (0,3)% | 7,1% | (5,1)% | 7,0% | (2,8)% | (4,9)% | (6,0)% | 3,2% | - | - | - |
| Receita por m ² - R\$ Mil | 20 | 24 | 24 | 22 | 21 | 19 | 18 | 17 | 17 | 18 | 19 | 21 |
| Reconstituição de Sell Out | 646 | 926 | 1.235 | 1.428 | 1.572 | 1.583 | 1.597 | 1.510 | 1.565 | 1.670 | 1.845 | 2.026 |
| Receita de Lojas Próprias | | | | | | | | | | | | |
| Receita de Lojas Próprias | | | | | | | | | | | | |
| Sell Out Lojas Hering | 133 | 174 | 201 | 210 | 212 | 224 | 231 | 232 | 250 | 268 | 291 | 315 |
| Sell Out das Demais Lojas Próprias | 3 | 6 | 11 | 17 | 20 | 23 | 25 | 28 | 30 | 33 | 39 | 67 |
| Receita de Lojas Próprias | 136 | 181 | 212 | 227 | 232 | 247 | 256 | 260 | 280 | 301 | 330 | 382 |
| Sell Out Lojas Próprias Hering | | | | | | | | | | | | |
| Número Médio de Lojas | 31 | 39 | 42 | 45 | 49 | 51 | 55 | 59 | 61 | 62 | 63 | 64 |
| Tamanho Médio e Lojas - m ² | 179 | 176 | 183 | 184 | 185 | 186 | 190 | 195 | 195 | 195 | 195 | 195 |
| Área Média de Lojas - m² | 5.517 | 6.857 | 7.611 | 8.345 | 8.968 | 9.443 | 10.399 | 11.462 | 11.853 | 12.048 | 12.243 | 12.438 |
| Novas Lojas Necessárias | | | | | | | | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| Tamanho Médio das Novas Lojas | | | | | | | | 195 | 195 | 195 | 195 | 195 |
| Receita por Loja | - | 3.410 | 4.200 | 4.452 | 4.327 | 4.185 | 4.092 | 4.007 | 3.945 | 4.118 | 4.334 | 4.642 |
| Receita por m² | - | 19 | 23 | 24 | 23 | 22 | 22 | 21 | 20 | 21 | 22 | 24 |
| Receita por Loja Real | | | 5.915 | 5.886 | 5.426 | 4.945 | 4.543 | 4.235 | 3.592 | 3.521 | 3.521 | 3.591 |
| Receita por m² Real | | | 32 | 32 | 29 | 27 | 24 | 22 | 18 | 18 | 18 | 18 |
| Peças por Atendimento | 2,3 | 2,3 | 2,2 | 2,1 | 2,2 | 2,1 | 2,1 | 2,1 | 2,1 | 2,1 | 2,1 | 2,1 |
| Preço | - | 38 | 40 | 46 | 46 | 52 | 54 | 54 | 54 | 59 | 62 | 65 |
| Atendimentos por m ² | | 222 | 255 | 247 | 235 | 207 | 192 | 182 | 179 | 170 | 170 | 174 |
| Variação | | | 15,1% | (3,2)% | (5,0)% | (12,1)% | (7,1)% | (5,0)% | (6,5)% | (5,0)% | - | 2,0% |
| Sell Out Demais Lojas Próprias | | | | | | | | | | | | |
| Sell Out Anual Nominal | 3 | 6 | 11 | 17 | 20 | 23 | 25 | 28 | 30 | 33 | 39 | 67 |
| Número Médio de Hering Kids | - | 1 | 4 | 5 | 9 | 11 | 12 | 12 | 13 | 14 | 14 | 15 |
| Número Médio de PUC | 6 | 7 | 6 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| Número Médio de Dzarm | - | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 2 | 2 | 2 | 3 | 9 |
| Número Médio de Hering for You | - | - | - | - | - | 1 | 2 | 3 | 3 | 3 | 4 | 10 |
| Média Anual do Número de Lojas | 6 | 7 | 11 | 14 | 17 | 19 | 22 | 24 | 25 | 26 | 28 | 41 |
| Área Média de Hering Kids | - | 21 | 166 | 280 | 493 | 609 | 619 | 606 | 657 | 707 | 707 | 758 |
| Área Média de PUC | 240 | 290 | 266 | 297 | 293 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 | 296 |
| Área Média de Dzarm | - | 29 | 115 | 115 | 115 | 58 | 15 | 121 | 121 | 121 | 182 | 545 |
| Área Média de Hering for You | - | - | - | - | - | 44 | 189 | 251 | 251 | 251 | 335 | 838 |
| Média Anual da Área | 240 | 340 | 547 | 691 | 901 | 1.006 | 1.119 | 1.275 | 1.325 | 1.376 | 1.520 | 2.437 |
| Tamanho Médio de Hering Kids | - | 42 | 47 | 53 | 55 | 54 | 51 | 51 | 51 | 51 | 51 | 51 |
| Tamanho Médio de PUC | 44 | 45 | 43 | 41 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| Tamanho Médio de Dzarm | - | 115 | 115 | 115 | 115 | 115 | 61 | 61 | 61 | 61 | 61 | 61 |
| Tamanho Médio de Hering for You | - | - | - | - | - | 88 | 84 | 84 | 84 | 84 | 84 | 84 |
| Tamanho Médio | 44 | 47 | 51 | 51 | 53 | 52 | 51 | 237 | 237 | 237 | 237 | 237 |
| Receita por Loja - R\$ Mil - Nominal | 611 | 876 | 1.021 | 1.243 | 1.181 | 1.190 | 1.142 | 1.161 | 1.209 | 1.270 | 1.396 | 1.628 |
| Receita por m ² - R\$ Mil - Nominal | 14 | 19 | 20 | 24 | 22 | 23 | 22 | 22 | 23 | 24 | 26 | 27 |

Anexo G: Receita – Parte 3 – Hering

| Receita de Lojas Franqueadas | | | | | | | | | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Mark-Up Hering Store | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,2 |
| Mark-Up Hering Store com Desconto | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 |
| Mark-Up Hering Kids | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 |
| Sell Out Franquias Rede Hering | 513 | 752 | 1.034 | 1.218 | 1.360 | 1.359 | 1.366 | 1.279 | 1.315 | 1.402 | 1.553 | 1.710 |
| Mark Up | 2,2x | 2,2x | 2,2x | 2,2x | 2,2x | 2,2x | 2,2x | 2,2x | 2,2x | 2,2x | 2,2x | 2,2x |
| Sell In Franquias Rede Hering | 233 | 342 | 470 | 554 | 618 | 618 | 621 | 581 | 598 | 637 | 706 | 777 |
| Sell In Total | | | | | | | | | | | | |
| Sell In Franquias Rede Hering | 233 | 342 | 470 | 554 | 618 | 618 | 621 | 581 | 598 | 637 | 706 | 777 |
| Sell In Demais Marcas | 46 | 80 | 113 | 98 | 149 | 128 | 102 | 95 | 98 | 108 | 129 | 193 |
| Sell In Total | 279 | 422 | 582 | 652 | 767 | 746 | 723 | 676 | 696 | 745 | 835 | 971 |
| Sell Out Franquias Rede Hering | | | | | | | | | | | | |
| Número Médio de Lojas | 213 | 264 | 342 | 426 | 479 | 556 | 584 | 589 | 612 | 621 | 631 | 641 |
| Tamanho Médio de Lojas - m² | 120 | 119 | 124 | 130 | 133 | 135 | 134 | 134 | 134 | 133 | 133 | 133 |
| Área Média de Lojas - m² | 25.597 | 31.445 | 42.511 | 55.268 | 63.465 | 75.032 | 78.306 | 78.906 | 81.666 | 82.746 | 83.946 | 85.146 |
| Novas Lojas | | | | | | | | | | | | |
| Shoppings Inaugurados no ano | | | | | | | 9 | 18 | 39 | 13 | 13 | 13 |
| Novas Lojas em Shoppings Abertos | | | | | | | 6 | 4 | 23 | 7 | 7 | 7 |
| Lojas em Shoppings ainda a Serem Explorados | | | | | | | | 1 | - | 2 | 3 | 3 |
| Tamanho Médio das Novas Lojas | | | | | | | | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| Receita por Loja | 2.405 | 2.853 | 3.022 | 2.863 | 2.840 | 2.445 | 2.341 | 2.173 | 2.151 | 2.260 | 2.464 | 2.670 |
| Receita por m² | 20 | 24 | 24 | 22 | 21 | 18 | 17 | 16 | 16 | 17 | 19 | 20 |
| Peças por Atendimento | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Preço | 38 | 40 | 46 | 46 | 52 | 54 | 54 | 54 | 59 | 62 | 65 | 68 |
| Atendimentos | 5.869 | 8.381 | 10.584 | 12.227 | 12.486 | 12.103 | 12.120 | 11.346 | 10.623 | 10.762 | 11.355 | 11.970 |
| Atendimentos por m² | 229 | 267 | 249 | 221 | 197 | 161 | 155 | 144 | 130 | 130 | 135 | 141 |
| Sell In Demais Lojas Próprias | | | | | | | | | | | | |
| Sell In Anual Nominal | 46 | 80 | 113 | 98 | 149 | 128 | 102 | 95 | 98 | 108 | 129 | 193 |
| Número Médio de Hering Kids | - | - | - | 6 | 40 | 65 | 75 | 75 | 80 | 85 | 90 | 95 |
| Número Médio de PUC | 60 | 69 | 71 | 70 | 71 | 75 | 71 | 71 | 71 | 71 | 71 | 71 |
| Número Médio de Dzarm | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 3 | 23 |
| Número Médio de Hering for You | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 3 | 23 |
| Média Anual do Número de Lojas | 60 | 69 | 71 | 75 | 111 | 140 | 146 | 146 | 151 | 156 | 167 | 212 |
| Área Média de Hering Kids | - | - | - | 274 | 2.194 | 3.618 | 4.120 | 4.120 | 4.420 | 4.720 | 5.020 | 5.320 |
| Área Média de PUC | 2.695 | 3.008 | 3.085 | 3.048 | 3.023 | 3.127 | 2.937 | 2.937 | 2.937 | 2.937 | 2.937 | 2.937 |
| Área Média de Dzarm | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 182 | 1.392 |
| Área Média de Hering for You | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 251 | 1.928 |
| Média Anual da Área | 2.695 | 3.008 | 3.085 | 3.322 | 5.217 | 6.745 | 7.057 | 7.057 | 7.357 | 7.657 | 8.390 | 11.576 |
| Tamanho Médio de Hering Kids | - | - | - | 50 | 56 | 56 | 55 | 55 | 56 | 56 | 56 | 56 |
| Tamanho Médio de PUC | 45 | 44 | 44 | 44 | 43 | 42 | 41 | 41 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| Tamanho Médio de Dzarm | - | - | - | - | - | - | - | 61 | 61 | 61 | 61 | 61 |
| Tamanho Médio de Hering for You | - | - | - | - | - | - | - | 84 | 84 | 84 | 84 | 84 |
| Tamanho Médio | 45 | 44 | 44 | 44 | 47 | 48 | 48 | 48 | 49 | 49 | 50 | 55 |
| Novas Lojas | | | | | | | | | | | | |
| Shoppings Inaugurados no ano | | | | | | | | 18 | 39 | 13 | 13 | 13 |
| Desdobramento de Lojas | | | | | | | | 16 pelo menos | 3 | 20 | 33 | 37 |
| Lojas HK em Shoppings ainda a Serem Explorados | | | | | | | | 0 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Tamanho Médio das Novas Lojas Hering Kids | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| Tamanho Médio das Novas Lojas PUC | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| Receita por Loja - R\$ Mil - Nominal | 762 | 1.170 | 1.597 | 1.311 | 1.352 | 918 | 702 | 653 | 654 | 693 | 774 | 913 |
| Receita por m² - R\$ Mil - Nominal | 17 | 27 | 37 | 30 | 29 | 19 | 14 | 13 | 13 | 14 | 15 | 17 |
| Internet | | | | | | | | | | | | |
| Receita Bruta de Mercado Nacional | 596 | 862 | 1.214 | 1.626 | 1.767 | 1.988 | 1.976 | 1.866 | 1.801 | 1.843 | 1.953 | 2.248 |
| Internet | - | 2 | 5 | 12 | 19 | 23 | 25 | 29 | 38 | 41 | 48 | 58 |
| % da Receita Bruta | - | 0% | 0% | 1% | 1% | 1% | 1% | 2% | 2% | 2% | 3% | 3% |

Anexo H: Custos e Despesas – Parte 1 – Hering

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | LTM | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| Matéria Prima e Material | (416) | (469) | (563) | (580) | (559) | (537) | (551) | (586) | (663) | (747) |
| Salários, encargos e benefícios | (124) | (155) | (153) | (162) | (163) | (157) | (153) | (162) | (186) | (210) |
| Mão-de-Obra | (111) | (133) | (149) | (142) | (143) | (137) | (136) | (144) | (165) | (186) |
| Energia | (7) | (9) | (8) | (7) | (9) | (9) | (8) | (8) | (9) | (11) |
| Outros Custos | (26) | (30) | (30) | (33) | (31) | (29) | (30) | (32) | (37) | (42) |
| Custo de Produtos Vendidos | (684) | (795) | (903) | (924) | (905) | (869) | (878) | (932) | (1.061) | (1.194) |
| Depreciação | (14) | (17) | (18) | (21) | (25) | | | | | |
| CPV mais depreciação | (697) | (812) | (921) | (945) | (929) | | | | | |
| Comissões sobre Vendas | (54) | (58) | (63) | (66) | (62) | (59) | (60) | (64) | (73) | (82) |
| Despesas fretes sobre vendas | (32) | (38) | (42) | (40) | (46) | (44) | (38) | (40) | (46) | (52) |
| Despesas com Pessoal | (53) | (57) | (61) | (70) | (71) | (68) | (61) | (64) | (74) | (83) |
| Despesas com Propaganda e Publi | (31) | (35) | (35) | (43) | (51) | (49) | (36) | (38) | (44) | (50) |
| Despesas com Locação de Imóveis | (18) | (21) | (24) | (29) | (32) | (31) | (23) | (24) | (28) | (31) |
| Provisão de Devedores Duvidosos | (5) | (2) | (6) | (5) | (5) | (5) | (4) | (5) | (5) | (6) |
| Despesas com amostras de produt | (10) | (11) | (11) | (13) | (14) | (13) | (11) | (12) | (14) | (15) |
| Despesas com Viagens e Estadias | (4) | (5) | (6) | (7) | (7) | (7) | (6) | (6) | (7) | (8) |
| Despesas com Serviços de Terceirc | (4) | (7) | (9) | (16) | (17) | (17) | (9) | (9) | (10) | (12) |
| Outras Despesas | (2) | (8) | (4) | (3) | (5) | (5) | (4) | (5) | (5) | (6) |
| Despesas com Vendas | (213) | (243) | (262) | (292) | (309) | (297) | (252) | (267) | (307) | (346) |
| Despesas com Pessoal | (11) | (14) | (17) | (21) | (23) | (22) | (22) | (24) | (27) | (31) |
| Despesas com Serviços de Terceirc | (8) | (10) | (13) | (9) | (9) | (9) | (9) | (10) | (11) | (13) |
| Despesas com Propaganda Instituc | (2) | (2) | (3) | (2) | (1) | (1) | (1) | (2) | (2) | (2) |
| Despesas com Serviços de TI | (3) | (3) | (3) | (3) | (4) | (4) | (4) | (5) | (5) | (6) |
| Despesas com Doações | (2) | (3) | (3) | (3) | (2) | (1) | (2) | (2) | (2) | (2) |
| Despesas com Viagens | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) | (2) | (2) |
| Despesas com Locação | (1) | (1) | (2) | (2) | (2) | (2) | (2) | (2) | (3) | (3) |
| Despesas com Curso de Especializ | (1) | (1) | (1) | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| Outras Despesas | (2) | (2) | (2) | (3) | (2) | (2) | (2) | (3) | (3) | (3) |
| Despesas Gerais e Administrativas | (31) | (36) | (46) | (45) | (46) | (44) | (45) | (48) | (55) | (62) |
| Remuneração dos Administradore | (7) | (7) | (8) | (8) | (9) | (8) | (8) | (9) | (10) | (12) |
| Despesas Gerais e Administrativas | (37) | (43) | (53) | (53) | (54) | (52) | (53) | (57) | (65) | (73) |

Anexo I: Custos e Despesas – Parte 2 – Hering

| Percentual da Receita | | | | | | | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Receita Líquida | 1.353 | 1.491 | 1.680 | 1.678 | 1.582 | 1.520 | 1.556 | 1.649 | 1.895 | 2.133 |
| Matéria Prima e Material | 30,7% | 31,4% | 33,5% | 34,6% | 35,3% | 35,3% | 35,4% | 35,5% | 35,0% | 35,0% |
| Salários, encargos e benefícios | 9,2% | 10,4% | 9,1% | 9,6% | 10,3% | 10,3% | 9,8% | 9,8% | 9,8% | 9,8% |
| Mão-de-Obra | 8,2% | 8,9% | 8,8% | 8,5% | 9,0% | 9,0% | 8,7% | 8,7% | 8,7% | 8,7% |
| Energia | 0,5% | 0,6% | 0,5% | 0,4% | 0,6% | 0,6% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% |
| Outros Custos | 1,9% | 2,0% | 1,8% | 2,0% | 1,9% | 1,9% | 1,9% | 1,9% | 1,9% | 1,9% |
| Custo de Produtos Vendidos | 50,5% | 53,3% | 53,8% | 55,0% | 57,2% | 57,2% | 56,4% | 56,5% | 56,0% | 56,0% |
| Comissões sobre Vendas | 4,0% | 3,9% | 3,8% | 4,0% | 3,9% | 3,9% | 3,9% | 3,9% | 3,9% | 3,9% |
| Despesas fretes sobre vendas | 2,3% | 2,5% | 2,5% | 2,4% | 2,9% | 2,9% | 2,4% | 2,4% | 2,4% | 2,4% |
| Despesas com Pessoal | 3,9% | 3,8% | 3,7% | 4,2% | 4,5% | 4,5% | 3,9% | 3,9% | 3,9% | 3,9% |
| Despesas com Propaganda e Publi | 2,3% | 2,4% | 2,1% | 2,6% | 3,2% | 3,2% | 2,3% | 2,3% | 2,3% | 2,3% |
| Despesas com Locação de Imóveis | 1,3% | 1,4% | 1,5% | 1,7% | 2,0% | 2,0% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% |
| Provisão de Devedores Duvidosos | 0,4% | 0,2% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% |
| Despesas com amostras de produt | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,8% | 0,9% | 0,9% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,7% |
| Despesas com Viagens e Estadias | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,4% | 0,4% | 0,4% | 0,4% | 0,4% | 0,4% | 0,4% |
| Despesas com Serviços de Terceirc | 0,3% | 0,5% | 0,5% | 0,9% | 1,1% | 1,1% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% |
| Outras Despesas | 0,2% | 0,6% | 0,2% | 0,2% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% |
| Despesas com Vendas | 15,7% | 16,3% | 15,6% | 17,4% | 19,5% | 19,5% | 16,2% | 16,2% | 16,2% | 16,2% |
| Despesas com Pessoal | 0,8% | 0,9% | 1,0% | 1,2% | 1,4% | 1,4% | 1,4% | 1,4% | 1,4% | 1,4% |
| Despesas com Serviços de Terceirc | 0,6% | 0,7% | 0,8% | 0,5% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% |
| Despesas com Propaganda Instituc | 0,2% | 0,1% | 0,2% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| Despesas com Serviços de TI | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% | 0,3% |
| Despesas com Doações | 0,1% | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| Despesas com Viagens | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| Despesas com Locação | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| Despesas com Curso de Especializ | 0,0% | 0,1% | 0,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Outras Despesas | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 0,2% |
| Despesas Gerais e Administrativas | 2,3% | 2,4% | 2,7% | 2,7% | 2,9% | 2,9% | 2,9% | 2,9% | 2,9% | 2,9% |
| Remuneração dos Administradore | 0,5% | 0,5% | 0,4% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% | 0,5% |
| Despesas Gerais e Administrativas | 2,7% | 2,9% | 3,2% | 3,2% | 3,4% | 3,4% | 3,4% | 3,4% | 3,4% | 3,4% |
| Mudança em pontos percentuais | | | | | | | | | | |
| Preço do Alodão em R\$ | 257 | 173 | 195 | 195 | 211 | 229 | 266 | 280 | 290 | 258 |
| Preço do Alodão em US\$ | 155 | 89 | 90 | 83 | 71 | 69 | 66 | 66 | 66 | 57 |
| Dólar Médio | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 | 4 | 4 | 4 | 5 |
| Varição | | (32,4)% | 12,4% | (0,1)% | 8,6% | 8,3% | 16,1% | 5,4% | 3,6% | (11,2)% |

Anexo J: Capital de Giro – Hering

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | LTM | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Mercado Interno | 391 | 596 | 862 | 1.214 | 1.626 | 1.767 | 1.988 | 1.976 | 1.866 | 1.818 | 1.876 | 1.984 | 2.261 | 2.399 |
| Mercado Externo | 52 | 33 | 15 | 21 | 21 | 27 | 32 | 35 | 39 | 38 | 40 | 43 | 45 | 47 |
| Receita Bruta | 443 | 629 | 877 | 1.235 | 1.647 | 1.794 | 2.019 | 2.011 | 1.904 | 1.856 | 1.917 | 2.027 | 2.305 | 2.445 |
| Custo de Produtos Vendidos | 224 | 268 | 370 | 501 | 684 | 795 | 903 | 924 | 905 | 877 | 894 | 946 | 1.067 | 1.132 |
| Compras | 271 | 311 | 451 | 602 | 808 | 916 | 1.100 | 1.121 | 1.116 | 1.030 | 1.050 | 1.112 | 1.253 | 1.329 |
| Dias no ano | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 |
| Cientes | | | | | | | | | | | | | | |
| Cientes no País | 105 | 139 | 190 | 245 | 325 | 363 | 430 | 450 | 431 | 405 | 417 | 441 | 503 | 534 |
| Cientes no Exterior | 12 | 8 | 6 | 5 | 4 | 8 | 10 | 11 | 15 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 |
| Cientes Totais | 117 | 147 | 196 | 250 | 329 | 371 | 440 | 461 | 445 | 419 | 433 | 458 | 520 | 551 |
| Ajuste a Valor Presente | - | (1) | (2) | (3) | (5) | (5) | (6) | (5) | (5) | (5) | (5) | (6) | (6) | (7) |
| Provisão de Devedores Duvidosos | (6) | (7) | (11) | (11) | (10) | (9) | (10) | (12) | (11) | (10) | (23) | (23) | (19) | (15) |
| Cientes, Líquido | 111 | 139 | 183 | 235 | 314 | 357 | 424 | 444 | 429 | 403 | 405 | 429 | 494 | 529 |
| % dos clientes Brutos | | | | | | | | | | | | | | |
| Ajuste a Valor Presente | - | 0,4% | 1,3% | 1,4% | 1,5% | 1,4% | 1,3% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% |
| Provisão de Devedores Duvidosos | 5,2% | 4,9% | 5,5% | 4,3% | 3,0% | 2,5% | 2,4% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 5,2% | 4,9% | 3,7% | 2,8% |
| Dias de Clientes | | | | | | | | | | | | | | |
| Mercado Interno | 98 | 85 | 80 | 74 | 73 | 75 | 79 | 83 | 84 | 81 | 81 | 81 | 81 | 81 |
| Mercado Externo | 88 | 91 | 149 | 86 | 72 | 104 | 117 | 114 | 138 | 138 | 138 | 138 | 138 | 138 |
| Dias de Clientes Total | 97 | 85 | 82 | 74 | 73 | 76 | 80 | 84 | 85 | 82 | 82 | 82 | 82 | 82 |
| Estoques | | | | | | | | | | | | | | |
| Produtos Acabados | 23 | 30 | 42 | 26 | 50 | 43 | 68 | 100 | 99 | 96 | 97 | 103 | 116 | 123 |
| Produtos para Revenda | - | 3 | 4 | 24 | 63 | 63 | 61 | 88 | 95 | 92 | 94 | 100 | 112 | 119 |
| Produtos em Elaboração | 17 | 18 | 25 | 31 | 34 | 45 | 54 | 44 | 56 | 54 | 55 | 59 | 66 | 70 |
| Estoque em Poder de Terceiros | - | 1 | 2 | 11 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 22 | 22 | 24 | 27 | 28 |
| Matérias Primas e Almoarifado | 16 | 18 | 23 | 38 | 43 | 38 | 45 | 46 | 54 | 52 | 53 | 56 | 64 | 68 |
| Importações em Andamento | - | 2 | - | 4 | 3 | 12 | 14 | 15 | 16 | 15 | 16 | 17 | 19 | 20 |
| Adiantamento a Fornecedores | - | - | - | - | 1 | 1 | 5 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| Provisões para ajuste a valor de re | (0) | (0) | (0) | (0) | (1) | (3) | (1) | (5) | (9) | (10) | (10) | (7) | (6) | (2) |
| Estoques | 56 | 72 | 95 | 134 | 211 | 220 | 266 | 310 | 336 | 324 | 330 | 353 | 400 | 429 |
| Dias de Estoques | | | | | | | | | | | | | | |
| Produtos Acabados | 37 | 42 | 41 | 19 | 26 | 20 | 28 | 39 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| Produtos para Revenda | - | 4 | 4 | 18 | 34 | 29 | 25 | 35 | 38 | 38 | 38 | 38 | 38 | 38 |
| Produtos em Elaboração | 29 | 24 | 24 | 23 | 18 | 21 | 22 | 17 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| Estoque em Poder de Terceiros | - | 2 | 2 | 8 | 10 | 9 | 8 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| Matérias Primas e Almoarifado | 26 | 24 | 22 | 28 | 23 | 17 | 18 | 18 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| Importações em Andamento | - | 3 | - | 3 | 1 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Adiantamento a Fornecedores | - | - | - | - | 1 | 0 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Dias de Estoques | 92 | 98 | 94 | 98 | 113 | 102 | 108 | 124 | 139 | 139 | 139 | 139 | 139 | 139 |
| Provisão % Estoque Bruto | 0,4% | 0,4% | 0,2% | 0,3% | 0,2% | 1,5% | 0,5% | 1,5% | 2,6% | 3,0% | 3,0% | 2,0% | 1,5% | 0,5% |
| Fornecedores | | | | | | | | | | | | | | |
| Fornecedores Total | 28 | 26 | 46 | 93 | 115 | 140 | 157 | 160 | 157 | 145 | 148 | 157 | 176 | 187 |
| Dias de Fornecedores | 37 | 30 | 37 | 56 | 52 | 56 | 52 | 52 | 51 | 51 | 51 | 51 | 51 | 51 |

Anexo K: Investimentos – Hering

| | Realizado | | | | | | | | | | Projetado | | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|--|
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 12M | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | |
| Lojas | | | | 20 | 23 | 18 | 36 | 23 | | 30 | | | | | |
| Industrial | | | | 28 | 20 | 24 | 26 | 30 | | 25 | | | | | |
| Logística | | | | - | 8 | 11 | 9 | 7 | | 15 | | | | | |
| Tecnologia de Informação | | | | 11 | 9 | 11 | 25 | 33 | | 30 | | | | | |
| Outros | | | | - | 2 | 4 | 4 | 7 | | 2 | | | | | |
| Orçamento de Capital | - | - | - | 59 | 63 | 67 | 100 | 100 | - | 101 | | | | | |
| Indústria | 8 | 16 | 14 | 49 | 22 | 33 | 35 | 35 | 59 | 40 | 51 | 58 | 66 | 68 | |
| TI | 5 | 6 | 5 | 8 | 13 | 22 | 27 | 34 | 31 | 30 | 27 | 31 | 35 | 36 | |
| Outros | 1 | 1 | 3 | 2 | 2 | 2 | 3 | 6 | 2 | 2 | 4 | 5 | 6 | 6 | |
| Lojas | 12 | 13 | 9 | 12 | 10 | 6 | 8 | 21 | 11 | 30 | 21 | 24 | 27 | 28 | |
| Capex | 25 | 36 | 31 | 71 | 48 | 64 | 72 | 97 | 104 | 101 | 104 | 117 | 134 | 137 | |
| Depreciação - 12M | 10 | 15 | 20 | 23 | 29 | 34 | 34 | 39 | 45 | 53 | 60 | 62 | 72 | 81 | |
| Receita Líquida | 369 | 515 | 721 | 1.013 | 1.353 | 1.491 | 1.680 | 1.678 | 1.582 | 1.515 | 1.537 | 1.621 | 1.854 | 2.087 | |
| Permanente | 226 | 107 | 191 | 233 | 257 | 278 | 313 | 359 | 408 | 438 | 481 | 537 | 598 | 654 | |
| Capex/Depreciação | 2,5x | 2,3x | 1,6x | 3,1x | 1,6x | 1,9x | 2,1x | 2,5x | 2,3x | 2,2x | 2,2x | 2,2x | 2,2x | 2,2x | |
| Capex/Receita | 6,9% | 7,0% | 4,3% | 7,0% | 3,5% | 4,3% | 4,3% | 5,7% | 6,6% | 6,7% | 6,7% | 7,2% | 7,2% | 6,6% | |
| Capex/Permanente | 11,2% | 33,4% | 16,3% | 30,5% | 18,5% | 22,8% | 23,1% | 26,9% | 25,4% | 25,4% | 23,3% | 24,1% | 24,8% | 23,1% | |
| Percentual do Capex | | | | | | | | | | | | | | | |
| Indústria | 32,4% | 43,3% | 46,2% | 68,5% | 46,9% | 52,6% | 47,9% | 36,5% | 56,9% | 39,2% | 49,4% | 49,4% | 49,4% | 49,4% | |
| TI | 19,0% | 17,0% | 15,4% | 11,4% | 28,2% | 35,1% | 36,8% | 35,4% | 29,8% | 29,8% | 26,0% | 26,0% | 26,0% | 26,0% | |
| Outros | 2,0% | 3,4% | 8,7% | 3,1% | 3,6% | 2,8% | 3,6% | 6,2% | 2,3% | 1,5% | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,1% | |
| Lojas | 46,6% | 36,3% | 29,8% | 17,0% | 21,3% | 9,4% | 11,6% | 21,9% | 11,0% | 29,5% | 20,5% | 20,5% | 20,5% | 20,5% | |
| Novas Lojas Próprias | | | | | | | | | | | | | | | |
| Hering | | | | | | | | | | | 2 | 1 | 1 | 1 | |
| Hering Kids | | | | | | | | | | | 1 | 1 | 0 | 1 | |
| PUC | | | | | | | | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Hering for You | | | | | | | | | | | 0 | 0 | 1 | 6 | |
| Dzarm | | | | | | | | | | | 0 | 0 | 1 | 6 | |
| Tamanho Médio das Novas Lojas Próprias | | | | | | | | | | | | | | | |
| Hering | | | | | | | | | | 195 | 195 | 195 | 195 | | |
| Hering Kids | | | | | | | | | | 51 | 51 | 51 | 51 | | |
| PUC | | | | | | | | | | 42 | 42 | 42 | 42 | | |
| Hering for You | | | | | | | | | | 61 | 61 | 61 | 61 | | |
| Dzarm | | | | | | | | | | 84 | 84 | 84 | 84 | | |
| Investimento Hering | | | | | | | | | | | | | | | |
| Instalações - Investimento por m ² | | | | | | | | | 0,0036 | | 1 | 1 | 1 | 1 | |
| Equipamentos e Sistemas de Gestão - Por Loja | | | | | | | | | 0,0200 | | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Marketing e Inauguração - Por Loja | | | | | | | | | 0,0100 | | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Estoque Inicial - Por Loja | | | | | | | | | 0,1500 | | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Capital de Giro Inicial - Por Loja | | | | | | | | | 0,1500 | | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Investimento Hering | | | | | | | | | | | 2 | 1,03 | 1 | 1 | |
| Investimento Hering Kids | | | | | | | | | | | | | | | |
| Instalações - Investimento por m ² | | | | | | | | | 0,0050 | | 0 | 0 | - | 0 | |
| Equipamentos e Sistemas de Gestão - Por Loja | | | | | | | | | 0,0150 | | 0 | 0 | - | 0 | |
| Marketing e Inauguração - Por Loja | | | | | | | | | 0,0100 | | 0 | 0 | - | 0 | |
| Estoque Inicial - Por Loja | | | | | | | | | 0,1500 | | 0 | 0 | - | 0 | |
| Capital de Giro Inicial - Por Loja | | | | | | | | | 0,1500 | | 0 | 0 | - | 0 | |
| Investimento Hering Kids | | | | | | | | | | | 1 | 0,6 | - | 1 | |
| Investimento PUC | | | | | | | | | | | | | | | |
| Instalações - Investimento por m ² | | | | | | | | | 0,0034 | | - | - | - | - | |
| Equipamentos e Sistemas de Gestão - Por Loja | | | | | | | | | 0,0150 | | - | - | - | - | |
| Marketing e Inauguração - Por Loja | | | | | | | | | 0,0100 | | - | - | - | - | |
| Estoque Inicial - Por Loja | | | | | | | | | 0,1500 | | - | - | - | - | |
| Capital de Giro Inicial - Por Loja | | | | | | | | | 0,0900 | | - | - | - | - | |
| Investimento PUC | | | | | | | | | | | - | - | - | - | |
| Investimento Hering for You | | | | | | | | | | | | | | | |
| Instalações - Investimento por m ² | | | | | | | | | 0,0050 | | - | - | 0 | 2 | |
| Equipamentos e Sistemas de Gestão - Por Loja | | | | | | | | | 0,0150 | | - | - | 0 | 0 | |
| Marketing e Inauguração - Por Loja | | | | | | | | | 0,1500 | | - | - | 0 | 1 | |
| Estoque Inicial - Por Loja | | | | | | | | | 0,1500 | | - | - | 0 | 1 | |
| Capital de Giro Inicial - Por Loja | | | | | | | | | 0,1500 | | - | - | 0 | 1 | |
| Investimento Hering for You | | | | | | | | | | | - | - | 0,8 | 5 | |
| Investimento Dzarm | | | | | | | | | | | | | | | |
| Instalações - Investimento por m ² | | | | | | | | | 0,0050 | | - | - | 0 | 3 | |
| Equipamentos e Sistemas de Gestão - Por Loja | | | | | | | | | 0,0150 | | - | - | 0 | 0 | |
| Marketing e Inauguração - Por Loja | | | | | | | | | 0,1500 | | - | - | 0 | 1 | |
| Estoque Inicial - Por Loja | | | | | | | | | 0,1500 | | - | - | 0 | 1 | |
| Capital de Giro Inicial - Por Loja | | | | | | | | | 0,1500 | | - | - | 0 | 1 | |
| Investimento Dzarm | | | | | | | | | | | - | - | 0,9 | 5 | |
| Investimento Total em Novas Lojas Próprias Real | | | | | | | | | | | 3 | 2 | 3 | 12 | |
| Inflação Projetada | | | | | | | | | | 1,09 | 1,05 | 1,05 | 1,04 | 1,04 | |
| Investimento Total em Novas Lojas Próprias | | | | | | | | | | | 3 | 2 | 3 | 15 | |

Anexo L: Depreciação – Hering

| | | | Projetado | | | | |
|----------------------------------|--|-------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Depreciação de | Edifícios e benfeitorias | <u>Anos</u> | | | | | |
| | Saldo Inicial | 23 | R\$ 85 | R\$ 81 | R\$ 78 | R\$ 74 | R\$ 70 |
| | Depreciação | | (4) | (4) | (4) | (4) | (4) |
| | Saldo Final | | R\$ 81 | R\$ 78 | R\$ 74 | R\$ 70 | R\$ 66 |
| Depreciação de | Instalações e equipamentos de produção | <u>Anos</u> | | | | | |
| | Saldo Inicial | 5 | R\$ 104 | R\$ 85 | R\$ 66 | R\$ 46 | R\$ 27 |
| | Depreciação | | (19) | (19) | (19) | (19) | (19) |
| | Saldo Final | | R\$ 85 | R\$ 66 | R\$ 46 | R\$ 27 | R\$ 8 |
| Depreciação de | Móveis e utensílios | <u>Anos</u> | | | | | |
| | Saldo Inicial | 5 | R\$ 18 | R\$ 14 | R\$ 10 | R\$ 6 | R\$ 3 |
| | Depreciação | | (4) | (4) | (4) | (4) | (3) |
| | Saldo Final | | R\$ 14 | R\$ 10 | R\$ 6 | R\$ 3 | \$ - |
| Depreciação de | Bens de informática | <u>Anos</u> | | | | | |
| | Saldo Inicial | 2 | R\$ 14 | R\$ 7 | R\$ 0 | \$ - | \$ - |
| | Depreciação | | (7) | (7) | (0) | - | - |
| | Saldo Final | | R\$ 7 | R\$ 0 | \$ - | \$ - | \$ - |
| Depreciação de | Veículos | <u>Anos</u> | | | | | |
| | Saldo Inicial | 1 | R\$ 1 | R\$ 0 | \$ - | \$ - | \$ - |
| | Depreciação | | (1) | (0) | - | - | - |
| | Saldo Final | | R\$ 0 | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - |
| Depreciação de | Benfeitoria de móveis de terceiros | <u>Anos</u> | | | | | |
| | Saldo Inicial | 6 | R\$ 33 | R\$ 27 | R\$ 22 | R\$ 17 | R\$ 12 |
| | Depreciação | | (5) | (5) | (5) | (5) | (5) |
| | Saldo Final | | R\$ 27 | R\$ 22 | R\$ 17 | R\$ 12 | R\$ 6 |
| Depreciação de | Marcas e Patentes | <u>Anos</u> | | | | | |
| | Saldo Inicial | 10 | R\$ 1 | R\$ 1 | R\$ 1 | R\$ 0 | R\$ 0 |
| | Depreciação | | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| | Saldo Final | | R\$ 1 | R\$ 1 | R\$ 0 | R\$ 0 | R\$ 0 |
| Depreciação de | Fundo de Comércio | <u>Anos</u> | | | | | |
| | Saldo Inicial | 5 | R\$ 14 | R\$ 11 | R\$ 9 | R\$ 6 | R\$ 3 |
| | Depreciação | | (3) | (3) | (3) | (3) | (3) |
| | Saldo Final | | R\$ 11 | R\$ 9 | R\$ 6 | R\$ 3 | \$ - |
| Depreciação de | Software | <u>Anos</u> | | | | | |
| | Saldo Inicial | 5 | R\$ 14 | R\$ 12 | R\$ 9 | R\$ 6 | R\$ 3 |
| | Depreciação | | (3) | (3) | (3) | (3) | (3) |
| | Saldo Final | | R\$ 12 | R\$ 9 | R\$ 6 | R\$ 3 | \$ - |
| Depreciação do Novo Capex | | <u>Anos</u> | | | | | |
| | 2015 | 101 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| | 2016 | 104 | | 8 | 8 | 8 | 8 |
| | 2017 | 117 | | | 9 | 9 | 9 |
| | 2018 | 134 | | | | 10 | 10 |
| | 2019 | 137 | | | | | 10 |
| Depreciação Adicional | | | 8 | 15 | 24 | 34 | 45 |
| Depreciação Total | | | R\$ 53 | R\$ 60 | R\$ 62 | R\$ 72 | R\$ 81 |

Anexo N: Fluxo de Caixa – Hering

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Caixa de Atividades Operacionais | | | | | |
| Lucro Líquido | 265 | 308 | 338 | 388 | 417 |
| (soma) Depreciação e Amortização | 53 | 60 | 62 | 72 | 81 |
| Mudança de Capital de Giro | | | | | |
| (Aumento)/Redução de Clientes | 107 | (1) | (25) | (65) | (35) |
| (Aumento)/Redução de Estoques | (27) | (6) | (23) | (47) | (29) |
| (Aumento)/Redução de Outros Ativos Circulantes | 2 | (1) | (1) | (3) | (2) |
| (Aumento)/Redução de Aplicações Financeiras | 2 | - | - | - | - |
| (Aumento)/Redução de Títulos e Contas a Receber | (1) | (0) | (1) | (1) | (1) |
| (Aumento)/Redução de Impostos a Recuperar | (2) | (0) | (0) | (1) | (1) |
| (Aumento)/Redução de Impostos Diferidos | (4) | (1) | (1) | (3) | (1) |
| (Aumento)/Redução de Outros Ativos de Longo Prazo | - | - | - | - | - |
| Aumento/(Redução) de Fornecedores | (26) | 3 | 9 | 20 | 11 |
| Aumento/(Redução) de Salários e Encargos | 1 | (1) | 2 | 6 | 3 |
| Aumento/(Redução) de Obrigações Tributárias | (15) | (0) | 1 | 2 | 1 |
| Aumento/(Redução) de Provisões | (1) | (0) | 1 | 3 | 2 |
| Aumento/(Redução) de Outros Passivos Circulantes | (3) | (0) | 1 | 3 | 2 |
| Aumento/(Redução) de Parcelamentos de Tributos | (0) | (0) | 0 | 1 | 1 |
| Aumento/(Redução) de Provisões | 0 | (0) | 1 | 1 | 1 |
| Aumento/(Redução) de Outros Passivos Não Circulantes | (5) | (0) | 1 | 3 | 1 |
| Mudança Total de Capital de Giro | 27 | (9) | (34) | (82) | (47) |
| Total de Caixa de Atividades Operacionais | 346 | 360 | 365 | 378 | 451 |
| Caixa de Atividade de Investimento | | | | | |
| (Aumentos)/Redução de CapEx Orgânico | (101) | (104) | (117) | (134) | (137) |
| Total de Caixa de Atividades de Investimentos | (101) | (104) | (117) | (134) | (137) |
| Caixa de Atividades de Financiamento | | | | | |
| Emissão de Ações | - | - | - | - | - |
| Dividendos | (60) | (69) | (76) | (87) | (94) |
| Juros sobre Capital Próprio | (60) | (69) | (76) | (87) | (94) |
| (Compra)/Venda de ações em Resouraria | - | - | - | - | - |
| Caixa Disponível/(Necessário) antes da dívida | 125 | 117 | 96 | 70 | 126 |
| Endividamento/(Amortização) | (23) | - | - | - | - |
| Total de Caixa de Atividades de Financiamentos | (143) | (139) | (152) | (175) | (187) |
| Saldo de Caixa Inicial | 182 | 284 | 401 | 497 | 566 |
| Mudança de Caixa | 102 | 117 | 96 | 70 | 126 |
| Saldo de Caixa Final | 284 | 401 | 497 | 566 | 692 |
| Caixa Médio | 233 | 342 | 449 | 531 | 629 |

Anexo O: Dívida – Hering

| | | Projetado | | | | | |
|--|---------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------|
| | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | |
| Caixa Disponível/(Necessário) antes da dívida | | R\$ 125 | R\$ 117 | R\$ 96 | R\$ 70 | R\$ 126 | |
| Mais: Caixa do Início do Período | | 182 | 284 | 401 | 497 | 566 | |
| Menos: Caixa Mínimo | | (150) | (150) | (150) | (150) | (150) | |
| Recursos Comprometidos | | (23) | - | - | - | - | |
| Caixa antes do Pagamento / (Tomada) da dívida | | R\$ 134 | R\$ 251 | R\$ 347 | R\$ 416 | R\$ 542 | |
| | | 0,6x | 0,6x | 0,6x | 0,5x | 0,5x | |
| Capital de Giro 1 | | | | | | | |
| Saldo Inicial | | R\$ 23 | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | |
| Tomada/(Pagamento) | | (23) | - | - | - | - | |
| Saldo Final | | 23 | - | - | - | - | |
| Saldo Médio | | 11 | - | - | - | - | |
| Capital de Giro II | | | | | | | |
| Saldo Inicial | | R\$ 1 | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | |
| Tomada/(Pagamento) | | (1) | - | - | - | - | |
| Saldo Final | | 1 | - | - | - | - | |
| Saldo Médio | | 0 | - | - | - | - | |
| Rotativo | | | | | | | |
| Saldo Inicial | | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | |
| Tomada/(Pagamento) | | - | - | - | - | - | |
| Saldo Final | | \$ - | - | - | - | - | |
| Saldo Médio | | - | - | - | - | - | |
| Saldo Inicial de Dívida Total | | R\$ 23 | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | |
| Menos: Recursos Comprometidos | | (23) | - | - | - | - | |
| Tomada/(Pagamento) de Rotativo | | - | - | - | - | - | |
| Saldo Final de Dívida Total | | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | |
| Menos: Curto Prazo | | - | - | - | - | - | |
| Menos: Rotativo | | - | - | - | - | - | |
| Dívida de Longo Prazo | | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | |
| Saldo de Caixa Inicial | 193 | R\$ 141 | R\$ 182 | R\$ 284 | R\$ 401 | R\$ 497 | R\$ 566 |
| Saldo de Caixa Final | R\$ 141 | R\$ 182 | 284 | 401 | 497 | 566 | 692 |
| Caixa Médio | 141 | 182 | 233 | 342 | 449 | 531 | 629 |

Anexo P: Rendimentos e Custos do Caixa e da Dívida – Hering

| | Projetado | | | | |
|----------------------------|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Rendimento de Caixa | 14% | 14% | 12% | 11% | 11% |
| CDI | 14% | 14% | 12% | 11% | 11% |
| Rendimento sobre Juros | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Custo da Dívida | | | | | |
| Capital de Giro (8,0%) | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% |
| Capital de Giro (6,5%) | 6,5% | 6,5% | 6,5% | 6,5% | 6,5% |
| Rotativo (CDI + 2,00%) | 16% | 16% | 14% | 13% | 13% |
| Ponderado | 8% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Podenrado/CDI | 56% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| | | | | | |
| Rendimento de Caixa | | | | | |
| Receita Financeira | 26 | 38 | 48 | 56 | 62 |
| | | | | | |
| Despesa Financeia | | | | | |
| Capital de Giro (8,0%) | (2) | - | - | - | - |
| Capital de Giro (6,5%) | (0) | - | - | - | - |
| Rotativo | - | - | - | - | - |
| Despesa Financeia | R\$ (2) | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - |

Anexo Q: Internet de Vestuário

| | 2000 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Vendas online (bens de consumo) | | | | | | | |
| Faturamento - R\$ bilhões | | 10,6 | 14,8 | 18,7 | 22,5 | 28,8 | 35,8 |
| Pedidos | | 31,6 | 39,7 | 53,7 | 66,7 | 88,3 | 103,4 |
| Ticket Médio | | 335 | 373 | 348 | 337 | 326 | 346 |
| | | 2,1% | 11,3% | (6,6)% | (3,1)% | (3,3)% | 6,2% |
| E-Consumidores | | | | | | | |
| Número de e-consumidores | | 17,6 | 23,4 | 32,0 | 42,2 | | |
| Novos e-consumidores | | 4,4 | 5,8 | 8,6 | 10,2 | | |
| Vestuário pela Internet | | | | | | | |
| Vendas online (bens de consumo) - R\$ bilhões | | 10,6 | 14,8 | 18,7 | 22,5 | 28,8 | 35,8 |
| Vestuário e calçados - R\$ milhões | 26,6 | 84,2 | 96,3 | 105,8 | 114,6 | 124,2 | 127,8 |
| Canal Online | 0,0 | 0,2 | 0,4 | 1,0 | 2,0 | 2,8 | 3,3 |
| Venda Online de Vestuário (esq) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,5 | 0,6 |
| Venda Online de Calçados (esq) | 0,0 | 0,2 | 0,3 | 0,9 | 1,8 | 2,3 | 2,6 |
| Canal online/Vestuário e calçados | | 0,3% | 0,4% | 0,9% | 1,7% | 2,3% | 2,6% |
| Venda Online de Vestuário e Calçados/Faturamento Interr | | 2,2% | 2,6% | 5,4% | 8,9% | 9,7% | 9,1% |
| Venda pela Internet | | | | | | | |
| Vestuário | 2,3% | 10,0% | 11,0% | 10,7% | 10,6% | 18,0% | 19,4% |
| Calçados | 97,7% | 90,0% | 89,0% | 89,3% | 89,4% | 82,0% | 80,6% |
| | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| Receita Online Hering | | 2 | 5 | 12 | 19 | 23 | 25 |
| Participação internet na receita da empresa | | 0,1% | 0,3% | 0,6% | 1,0% | 1,2% | 1,3% |
| Participação Vestuário Online | | 9,7% | 12,7% | 11,4% | 9,2% | 4,5% | 4,0% |
| Participação Vestuário e Calçados Online | | 1,0% | 1,4% | 1,2% | 1,0% | 0,8% | 0,8% |
| Receita Online Mrisa | | | | | | 39 | 77 |
| Participação internet na receita da empresa | | | | | | 1,0% | 2,0% |
| Participação Vestuário Online | | | | | | 7,6% | 12,1% |
| Participação Vestuário e Calçados Online | | | | | | 1,4% | 2,4% |
| Netshoes | | 112 | 253 | 480 | 797 | 955 | 1.159 |
| Participação Vestuário e Calçados Online | | 48,1% | 64,6% | 47,9% | 39,8% | 34,0% | 35,4% |
| Dafiti | | | | | | 419 | 592 |
| Participação Vestuário e Calçados Online | | | | | | 14,9% | 18,1% |

Anexo R: Análise de Competição – Varejo – Parte 1 – Hering

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Receitas | | | | | | | | | |
| Receita Líquida | | | | | | | | | |
| Mercado interno | | 391 | 596 | 862 | 1.214 | 1.626 | 1.767 | 1.988 | 1.976 |
| Mercado Externo | | <u>52</u> | <u>33</u> | <u>15</u> | <u>21</u> | <u>21</u> | <u>27</u> | <u>32</u> | <u>35</u> |
| Receita Bruta de Vendas | | 443 | 629 | 877 | 1.235 | 1.647 | 1.794 | 2.019 | 2.011 |
| Deduções | | <u>(73)</u> | <u>(114)</u> | <u>(156)</u> | <u>(222)</u> | <u>(294)</u> | <u>(302)</u> | <u>(340)</u> | <u>(333)</u> |
| Receita Líquida Total | | 369 | 515 | 721 | 1.013 | 1.353 | 1.491 | 1.680 | 1.678 |
| Receita Bruta de Mercado Interno | | | | | | | | | |
| Hering | | 288 | 474 | 653 | 941 | 1.243 | 1.335 | 1.496 | 1.483 |
| Hering kids | | - | - | 58 | 82 | 116 | 159 | 199 | 213 |
| PUC | | 48 | 62 | 78 | 99 | 125 | 141 | 157 | 156 |
| Dzarm | | 44 | 48 | 54 | 69 | 98 | 97 | 102 | 100 |
| Outros | | <u>11</u> | <u>13</u> | <u>18</u> | <u>23</u> | <u>43</u> | <u>34</u> | <u>34</u> | <u>25</u> |
| Receita Bruta de Mercado Interno | | 391 | 596 | 862 | 1.214 | 1.626 | 1.767 | 1.988 | 1.976 |
| Receita de Mercado Interno ex-outros | | | | | | | | | |
| Varejo | | 206 | 301 | 426 | 583 | 775 | 834 | 931 | 933 |
| Franquias | | 133 | 194 | 279 | 422 | 582 | 652 | 767 | 746 |
| Lojas Próprias | | 41 | 88 | 136 | 181 | 212 | 227 | 232 | 247 |
| Webstore | | <u>-</u> | <u>-</u> | <u>2</u> | <u>5</u> | <u>12</u> | <u>19</u> | <u>23</u> | <u>25</u> |
| Total de Receita MI ex-outros | | 380 | 583 | 844 | 1.191 | 1.582 | 1.732 | 1.953 | 1.951 |
| Qtde. Clientes Multimarcas | | | | | | | | | |
| Hering + Hering Kids | | | 11.105 | 11.742 | 12.461 | 13.038 | 13.527 | 14.076 | 14.368 |
| PUC | | | 3.035 | 3.311 | 3.567 | 3.885 | 4.276 | 4.340 | 4.434 |
| Dzarm | | | <u>3.616</u> | <u>3.779</u> | <u>3.931</u> | <u>4.209</u> | <u>4.147</u> | <u>4.419</u> | <u>4.526</u> |
| Qtde. Clientes Multimarcas | | | 17.756 | 18.832 | 19.959 | 21.132 | 21.950 | 22.835 | 23.328 |

Anexo S: Análise de Competição – Varejo – Parte 2 – Hering

| Lojas | | | | | | | | |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Qtde. de Lojas | | | | | | | | |
| Brasil | | | | | | | | |
| Hering - Própria | 25 | 37 | 40 | 43 | 48 | 50 | 52 | 57 |
| Hering - Franquia | <u>156</u> | <u>193</u> | <u>236</u> | <u>304</u> | <u>384</u> | <u>465</u> | <u>540</u> | <u>583</u> |
| Total Hering | 181 | 230 | 276 | 347 | 432 | 515 | 592 | 640 |
| Hering for You - Própria | - | - | - | - | - | - | - | <u>2</u> |
| Total Hering for You | - | - | - | - | - | - | - | 2 |
| PUC - Própria | 3 | 5 | 6 | 6 | 7 | 8 | 7 | 7 |
| PUC - Franquia | <u>41</u> | <u>54</u> | <u>68</u> | <u>72</u> | <u>69</u> | <u>70</u> | <u>73</u> | <u>75</u> |
| Total PUC | 44 | 59 | 74 | 78 | 76 | 78 | 80 | 82 |
| Hering Kids - Própria | - | - | - | 2 | 5 | 6 | 11 | 12 |
| Hering Kids - Franquia | - | - | - | - | - | <u>21</u> | <u>59</u> | <u>74</u> |
| Total Hering Kids | - | - | - | 2 | 5 | 27 | 70 | 86 |
| Dzarm. - Própria | - | - | - | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>1</u> | - |
| Dzarm - Total | - | - | - | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>1</u> | - |
| Total Brasil | 225 | 289 | 350 | 428 | 514 | 621 | 743 | 810 |
| Mercado Internacional | <u>23</u> | <u>22</u> | <u>15</u> | <u>15</u> | <u>16</u> | <u>17</u> | <u>17</u> | <u>17</u> |
| Total de Lojas | 248 | 311 | 365 | 443 | 530 | 638 | 760 | 827 |
| Próprias | 28 | 42 | 46 | 52 | 61 | 65 | 71 | 78 |
| Franquias | 220 | 269 | 319 | 391 | 469 | 573 | 689 | 749 |
| Qtde.Média de Lojas | | | | | | | | |
| Brasil | | | | | | | | |
| Hering - Própria | 25 | 31 | 39 | 42 | 46 | 49 | 51 | 55 |
| Hering - Franquia | <u>156</u> | <u>175</u> | <u>215</u> | <u>270</u> | <u>344</u> | <u>425</u> | <u>503</u> | <u>562</u> |
| Total Hering | 181 | 206 | 253 | 312 | 390 | 474 | 554 | 616 |
| Hering for You - Própria | - | - | - | - | - | - | - | <u>1</u> |
| Total Hering for You | - | - | - | - | - | - | - | 1 |
| PUC - Própria | 3 | 4 | 6 | 6 | 7 | 8 | 8 | 7 |
| PUC - Franquia | <u>41</u> | <u>48</u> | <u>61</u> | <u>70</u> | <u>71</u> | <u>70</u> | <u>72</u> | <u>74</u> |
| Total PUC | 44 | 52 | 67 | 76 | 77 | 77 | 79 | 81 |
| Hering Kids - Própria | - | - | - | 1 | 4 | 6 | 9 | 12 |
| Hering Kids - Franquia | - | - | - | - | - | <u>11</u> | <u>40</u> | <u>67</u> |
| Total Hering Kids | - | - | - | 1 | 4 | 16 | 49 | 78 |
| Dzarm. - Própria | - | - | - | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>1</u> |
| Dzarm - Total | - | - | - | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>1</u> |
| Total Brasil | 225 | 257 | 320 | 389 | 471 | 568 | 682 | 777 |
| Mercado Internacional | <u>23</u> | <u>23</u> | <u>19</u> | <u>15</u> | <u>16</u> | <u>17</u> | <u>17</u> | <u>17</u> |
| Total de Lojas | 248 | 280 | 338 | 404 | 487 | 584 | 699 | 794 |
| Próprias | 28 | 35 | 44 | 49 | 57 | 63 | 68 | 75 |
| Franquias | 220 | 245 | 294 | 355 | 430 | 521 | 631 | 719 |
| Área de Vendas - Brasil | | | | | | | | |
| Hering - Própria | 4.440 | 6.331 | 7.225 | 7.923 | 8.735 | 9.322 | 9.744 | 11.204 |
| Hering - Franquia | <u>19.666</u> | <u>23.460</u> | <u>28.190</u> | <u>36.892</u> | <u>48.772</u> | <u>61.578</u> | <u>72.606</u> | <u>78.198</u> |
| Total Hering | 24.106 | 29.791 | 35.415 | 44.815 | 57.507 | 70.899 | 82.350 | 89.402 |
| Hering for You - Própria | - | - | - | - | - | - | - | <u>175</u> |
| Total Hering for You | - | - | - | - | - | - | - | 175 |
| PUC - Própria | 125 | 203 | 276 | 262 | 288 | 324 | 296 | 296 |
| PUC - Franquia | <u>1.864</u> | <u>2.298</u> | <u>2.971</u> | <u>3.135</u> | <u>3.026</u> | <u>3.035</u> | <u>3.120</u> | <u>3.113</u> |
| Total PUC | 1.989 | 2.502 | 3.246 | 3.397 | 3.313 | 3.359 | 3.416 | 3.409 |
| Hering Kids - Própria | - | - | - | 83 | 268 | 315 | 609 | 609 |
| Hering Kids - Franquia | - | - | - | - | - | <u>1.037</u> | <u>3.291</u> | <u>4.170</u> |
| Total Hering Kids | - | - | - | 83 | 268 | 1.352 | 3.900 | 4.779 |
| Dzarm. - Própria | - | - | - | <u>115</u> | <u>115</u> | <u>115</u> | <u>115</u> | - |
| Dzarm - Total | - | - | - | <u>115</u> | <u>115</u> | <u>115</u> | <u>115</u> | - |
| Total de Área de Vendas | 26.095 | 32.293 | 38.662 | 48.410 | 61.203 | 75.726 | 89.781 | 97.765 |
| Próprias | 6.304 | 8.630 | 10.196 | 11.141 | 12.029 | 12.672 | 13.473 | 15.102 |
| Franquias | 19.791 | 23.663 | 28.466 | 37.269 | 49.174 | 63.054 | 76.308 | 82.664 |

Anexo T: Análise de Competição – Varejo – Parte 3 – Hering

| | | | | | | | | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Área de Vendas - Brasil | | | | | | | | |
| Hering - Própria | 4.440 | 5.386 | 6.778 | 7.574 | 8.329 | 9.029 | 9.533 | 10.474 |
| Hering - Franquia | <u>19.666</u> | <u>21.563</u> | <u>25.825</u> | <u>32.541</u> | <u>42.832</u> | <u>55.175</u> | <u>67.092</u> | <u>75.402</u> |
| Total Hering | 24.106 | 26.949 | 32.603 | 40.115 | 51.161 | 64.203 | 76.625 | 85.876 |
| Hering for You - Própria | - | - | - | - | - | - | - | 88 |
| Total Hering for You | - | - | - | - | - | - | - | 88 |
| PUC - Própria | 125 | 164 | 240 | 269 | 275 | 306 | 310 | 296 |
| PUC - Franquia | <u>1.864</u> | <u>2.081</u> | <u>2.634</u> | <u>3.053</u> | <u>3.080</u> | <u>3.030</u> | <u>3.078</u> | <u>3.117</u> |
| Total PUC | 1.989 | 2.245 | 2.874 | 3.321 | 3.355 | 3.336 | 3.388 | 3.413 |
| Hering Kids - Própria | - | - | - | 42 | 175 | 291 | 462 | 609 |
| Hering Kids - Franquia | - | - | - | - | - | 518 | 2.164 | 3.730 |
| Total Hering Kids | - | - | - | 42 | 175 | 810 | 2.626 | 4.339 |
| Dzarm. - Própria | - | - | - | 58 | 115 | 115 | 115 | 58 |
| Dzarm - Total | - | - | - | 58 | 115 | 115 | 115 | 58 |
| Total de Área de Vendas | 26.095 | 29.194 | 35.477 | 43.536 | 54.807 | 68.464 | 82.753 | 93.773 |
| Próprias | 4.566 | 5.550 | 7.018 | 7.942 | 8.894 | 9.741 | 10.420 | 11.524 |
| Franquias | 21.529 | 23.644 | 28.459 | 35.594 | 45.912 | 58.724 | 72.334 | 82.249 |
| Tamanho Médio das lojas - Brasil | | | | | | | | |
| Hering - Própria | 178 | 171 | 181 | 184 | 182 | 186 | 187 | 197 |
| Hering - Franquia | <u>126</u> | <u>122</u> | <u>119</u> | <u>121</u> | <u>127</u> | <u>132</u> | <u>134</u> | <u>134</u> |
| Total Hering | 133 | 130 | 128 | 129 | 133 | 138 | 139 | 140 |
| Hering for You - Própria | - | - | - | - | - | - | - | 88 |
| Total Hering for You | - | - | - | - | - | - | - | 88 |
| PUC - Própria | 42 | 41 | 46 | 44 | 41 | 41 | 42 | 42 |
| PUC - Franquia | <u>45</u> | <u>43</u> | <u>44</u> | <u>44</u> | <u>44</u> | <u>43</u> | <u>43</u> | <u>42</u> |
| Total PUC | 45 | 42 | 44 | 44 | 44 | 43 | 43 | 42 |
| Hering Kids - Própria | - | - | - | 42 | 54 | 52 | 55 | 51 |
| Hering Kids - Franquia | - | - | - | - | - | 49 | 56 | 56 |
| Total Hering Kids | - | - | - | 42 | 54 | 50 | 56 | 56 |
| Dzarm. - Própria | - | - | - | 115 | 115 | 115 | 115 | - |
| Dzarm - Total | - | - | - | 115 | 115 | 115 | 115 | - |
| Tamanho Médio das lojas - Brasil | 116 | 112 | 110 | 113 | 119 | 122 | 121 | 121 |
| Próprias | 225 | 205 | 222 | 214 | 197 | 195 | 190 | 194 |
| Franquias | 90 | 88 | 89 | 95 | 105 | 110 | 111 | 110 |
| Sell Out | | | | | | | | |
| Hering Store - Sell Out | | | | | | | | |
| Franquias | | | 513 | 752 | 1.033 | 1.218 | 1.360 | 1.359 |
| Próprias | | | <u>133</u> | <u>174</u> | <u>201</u> | <u>210</u> | <u>212</u> | <u>224</u> |
| Sell Out Total | | | 646 | 926 | 1.235 | 1.428 | 1.572 | 1.583 |
| Dados de Sell Out | | | | | | | | |
| Área de Vendas - m ² | 24.106 | 26.949 | 32.603 | 40.115 | 51.161 | 64.203 | 76.625 | 85.876 |
| Atendimentos - mil | 3.353 | 5.226 | 7.391 | 10.324 | 12.647 | 14.332 | 14.436 | 14.099 |
| Peças - mil | 7.974 | 12.222 | 16.851 | 23.029 | 26.912 | 31.131 | 30.193 | 29.394 |
| Venda em Mesma Loja - Sell Out | 29,0% | 32,4% | 27,2% | 24,4% | 12,7% | (0,2)% | (0,6)% | (5,8)% |
| Indicadores de Sell Out | | | | | | | | |
| Atendimentos por loja | 18.527 | 25.430 | 29.214 | 33.144 | 32.469 | 30.269 | 26.081 | 22.888 |
| Atendimentos por m ² | 139 | 194 | 227 | 257 | 247 | 223 | 188 | 164 |
| Peças por Atendimento | 2,4 | 2,3 | 2,3 | 2,2 | 2,1 | 2,2 | 2,1 | 2,1 |
| Ticket Médio - R\$ | | | 87 | 90 | 98 | 100 | 109 | 112 |
| Preço Médio - R\$ | | | 38 | 40 | 46 | 46 | 52 | 54 |

Anexo U: Análise de Competição – Varejo – Parte 4 – Hering

Indicadores

| | | | | | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Receita Bruta por Loja - R\$ mil | | | | | | | | |
| Loja Própria | 1.476 | 2.093 | 2.964 | 3.474 | 3.483 | 3.486 | 3.274 | 3.315 |
| Franquia | 835 | 1.087 | 1.268 | 1.529 | 1.662 | 1.474 | 1.395 | 1.174 |
| Loja Própria + Franquia | 774 | 1.097 | 1.300 | 1.549 | 1.688 | 1.548 | 1.466 | 1.278 |
| Venda por m ² - R\$ mil | | | | | | | | |
| Loja Própria | 9 | 16 | 19 | 23 | 24 | 23 | 22 | 21 |
| Franquia | 6 | 8 | 10 | 12 | 13 | 11 | 11 | 9 |
| Loja Própria + Franquia | 7 | 10 | 12 | 14 | 15 | 13 | 12 | 11 |
| Venda por cliente multimarca - R\$ mil | | | | | | | | |
| | | 17 | 23 | 29 | 37 | 38 | 41 | 40 |

Anexo V: Análise de Competição – Demonstração – Renner

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ativo | | | | | | | | | |
| Caixa | 287 | 296 | 179 | 411 | 684 | 578 | 683 | 802 | 834 |
| Contas a Receber | 564 | 716 | 741 | 793 | 894 | 1.032 | 1.310 | 1.621 | 1.981 |
| Estoques | 123 | 151 | 189 | 204 | 275 | 393 | 454 | 507 | 612 |
| Impostos a Recuperar | 28 | 15 | 22 | 16 | 19 | 30 | 48 | 68 | 68 |
| Outros Ativos Circulantes | 42 | 54 | 1 | 4 | 1 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| Ativo Circulante | 1.045 | 1.232 | 1.131 | 1.428 | 1.873 | 2.036 | 2.497 | 3.001 | 3.499 |
| Contas a Receber de Longo Prazo | 5 | 9 | 7 | 5 | 6 | 5 | 2 | 5 | 7 |
| Tributos Diferidos | 16 | 13 | 54 | 63 | 75 | 76 | 94 | 85 | 96 |
| Outros Ativos Não Circulantes | 16 | 18 | 25 | 21 | 22 | 23 | 35 | 38 | 47 |
| Investimentos | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Imobilizado | 241 | 284 | 359 | 358 | 413 | 599 | 846 | 1.063 | 1.304 |
| Intangível | 39 | 51 | 50 | 46 | 67 | 245 | 296 | 322 | 368 |
| Ativo Total | 1.363 | 1.608 | 1.626 | 1.921 | 2.456 | 2.984 | 3.770 | 4.516 | 5.322 |
| | 20,6% | 20,8% | 25,2% | 21,0% | 19,5% | 28,3% | 30,3% | 30,7% | 31,4% |
| Passivo | | | | | | | | | |
| Fornecedores | 220 | 260 | 170 | 268 | 318 | 419 | 456 | 471 | 561 |
| Endividamento de Curto prazo | 256 | 349 | 385 | 382 | 279 | 178 | 670 | 736 | 560 |
| Salários e Engargos | 34 | 35 | 42 | 60 | 72 | 67 | 103 | 102 | 142 |
| Impostos e Taxas a Recolher | 125 | 119 | 116 | 128 | 147 | 211 | 244 | 255 | 321 |
| Provisão | 18 | 24 | 13 | 16 | 18 | 19 | 19 | 17 | 24 |
| Outros Passivos Circulantes | 136 | 196 | 107 | 118 | 144 | 166 | 232 | 351 | 430 |
| Passivo Circulante | 790 | 981 | 834 | 973 | 978 | 1.060 | 1.725 | 1.933 | 2.037 |
| Endividamento de Longo Prazo | - | - | 30 | 35 | 377 | 671 | 645 | 1.047 | 1.395 |
| Outras Obrigações | 10 | 24 | 29 | 20 | 37 | 50 | 18 | 11 | 7 |
| Provisões | 19 | 20 | 23 | 26 | 43 | 47 | 76 | 32 | 26 |
| Passivo Total | 819 | 1.025 | 915 | 1.055 | 1.435 | 1.829 | 2.464 | 3.022 | 3.466 |
| Capital Social | 400 | 400 | 400 | 403 | 409 | 422 | 462 | 720 | 751 |
| Reservas | 144 | 183 | 312 | 465 | 615 | 731 | 845 | 769 | 1.085 |
| Ajuste de Avaliação | - | - | - | (2) | (3) | 2 | (1) | 5 | 19 |
| Patrimônio Líquido + Passivos | 1.363 | 1.608 | 1.626 | 1.921 | 2.456 | 2.984 | 3.770 | 4.516 | 5.322 |
| DRE | | | | | | | | | |
| Receita Líquida | 1.531 | 1.931 | 2.183 | 2.364 | 2.751 | 3.239 | 3.863 | 4.371 | 5.217 |
| Custo de Produtos Vendidos | (781) | (942) | (1.023) | (1.085) | (1.209) | (1.396) | (1.634) | (1.868) | (2.166) |
| Resultado Bruto | 750 | 989 | 1.161 | 1.279 | 1.542 | 1.842 | 2.228 | 2.503 | 3.051 |
| Despesas com Vendas | (357) | (415) | (515) | (554) | (642) | (776) | (930) | (1.030) | (1.172) |
| Despesas G&A | (147) | (157) | (179) | (180) | (212) | (251) | (294) | (330) | (398) |
| Perda por Não Recuperabilidade | (52) | (100) | (111) | (112) | (88) | (109) | (126) | (142) | (188) |
| Outras receitas/despesas | (49) | (87) | (135) | (173) | (196) | (234) | (319) | (350) | (491) |
| Resultado Operacional | 145 | 231 | 221 | 258 | 404 | 473 | 559 | 650 | 802 |
| Receita Financeira | 111 | 142 | 19 | 28 | 44 | 50 | 39 | 52 | 93 |
| Despesas Financeira | (117) | (156) | (15) | (20) | (16) | (48) | (89) | (120) | (187) |
| Resultado Não Operacional | (5) | (4) | - | - | - | - | - | - | - |
| Resultado antes de IR e CSLL | 134 | 213 | 225 | 266 | 432 | 475 | 509 | 583 | 708 |
| IR e CSLL Corrente | (42) | (64) | (59) | (85) | (136) | (140) | (170) | (170) | (267) |
| IR e CSLL Diferido | 12 | 7 | (4) | 9 | 12 | 2 | 16 | (6) | 30 |
| Participações Estatutárias | (4) | (5) | - | - | - | - | - | - | - |
| Resultado Líquido | 99 | 151 | 162 | 190 | 308 | 337 | 355 | 407 | 471 |
| Outras Contas | | | | | | | | | |
| Depreciação | 39 | 50 | 62 | 74 | 76 | 98 | 133 | 167 | 213 |
| Capex | 119 | 109 | 137 | 69 | 160 | 449 | 382 | 412 | 478 |
| Compras | | (1.480) | (1.634) | (1.709) | (1.927) | (2.243) | (2.652) | (2.848) | (3.277) |
| Dívida Bruta | 256 | 349 | 415 | 418 | 657 | 849 | 1.315 | 1.782 | 1.955 |
| Dívida Líquida | (32) | 52 | 236 | 6 | (27) | 271 | 632 | 981 | 1.121 |

Anexo W: Análise de Competição – Indicadores – Renner

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Índices de Liquidez | | | | | | | | | |
| Solvência de Caixa | 0,36 | 0,30 | 0,21 | 0,42 | 0,70 | 0,55 | 0,40 | 0,41 | 0,41 |
| Liquidez Corrente | 1,32 | 1,26 | 1,36 | 1,47 | 1,92 | 1,92 | 1,45 | 1,55 | 1,72 |
| Liquidez Seca | 1,17 | 1,10 | 1,13 | 1,26 | 1,63 | 1,55 | 1,18 | 1,29 | 1,42 |
| Liquidez Geral | 1,66 | 1,57 | 1,78 | 1,82 | 1,71 | 1,63 | 1,53 | 1,49 | 1,54 |
| Indicadores de Atividade e Prazos | | | | | | | | | |
| Giro do Ativo | 1,1 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Prazo Médio de Recebimento | 135 | 121 | 122 | 118 | 112 | 109 | 111 | 122 | 126 |
| Giro do Contas a Receber | 2,7 | 3,0 | 3,0 | 3,1 | 3,3 | 3,4 | 3,3 | 3,0 | 2,9 |
| Prazo Médio de Pagamento | | 59 | 48 | 47 | 56 | 60 | 60 | 59 | 58 |
| Giro do Contas a Pagar | - | 6,2 | 7,6 | 7,8 | 6,6 | 6,1 | 6,1 | 6,1 | 6,3 |
| Prazo Médio de Estoques | 58 | 53 | 61 | 66 | 72 | 87 | 95 | 94 | 94 |
| Giro dos Estoques | 6,3 | 6,9 | 6,0 | 5,5 | 5,1 | 4,2 | 3,9 | 3,9 | 3,9 |
| Indicadores de Margens Financeiras | | | | | | | | | |
| Margem Bruta | 49,0% | 51,2% | 53,2% | 54,1% | 56,0% | 56,9% | 57,7% | 57,3% | 58,5% |
| Margem Operacional | 9,5% | 12,0% | 10,1% | 10,9% | 14,7% | 14,6% | 14,5% | 14,9% | 15,4% |
| Margem Líquida | 6,4% | 7,8% | 7,4% | 8,0% | 11,2% | 10,4% | 9,2% | 9,3% | 9,0% |
| Indicadores de Retorno | | | | | | | | | |
| Retorno sobre Ativos | 8,2% | 11,4% | 9,9% | 10,4% | 13,2% | 12,3% | 11,6% | 11,0% | 10,9% |
| Retorno sobre Patrimônio Líquido | 18,1% | 26,7% | 25,1% | 24,0% | 32,6% | 31,0% | 28,9% | 29,1% | 28,2% |
| Indicadores de Endividamento | | | | | | | | | |
| Endividamento Financeiro | 32,0% | 37,4% | 36,8% | 32,5% | 39,1% | 42,4% | 50,2% | 54,4% | 51,3% |
| Participação do Capital Próprio | 68,0% | 62,6% | 63,2% | 67,5% | 60,9% | 57,6% | 49,8% | 45,6% | 48,7% |
| Endividamento de Curto Prazo | 100,0% | 100,0% | 92,8% | 91,5% | 42,6% | 21,0% | 51,0% | 41,3% | 28,6% |
| Endividamento de Longo Prazo | - | - | 7,2% | 8,5% | 57,4% | 79,0% | 49,0% | 58,7% | 71,4% |
| Cobertura de Juros | 21 | 16 | (53) | (34) | (15) | (171) | 11 | 10 | 9 |
| Indicadores de Alavancagem | | | | | | | | | |
| Multiplicador do Capital Próprio | 2,5 | 2,8 | 2,3 | 2,2 | 2,4 | 2,6 | 2,9 | 3,0 | 2,9 |
| Multiplicador do Capital de Terceiros | 1,7 | 1,6 | 1,8 | 1,8 | 1,7 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 1,5 |
| Imobilização do Patrimônio Líquido | 1,9 | 1,7 | 1,7 | 2,1 | 2,1 | 1,4 | 1,1 | 1,1 | 1,1 |

Anexo X: Análise de Competição – Receita – Renner

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Renner | | | | | | | | | |
| Receita Operacional Bruta - R\$ milhões | | | | | | | | | |
| Receita de Varejo | | | | | | 3.845 | 4.585 | 5.223 | 6.232 |
| Receita de Produtos Financeiros | | | | | | 354 | 415 | 483 | 615 |
| Receita Bruta Total | - | - | - | - | - | 4.199 | 5.000 | 5.706 | 6.846 |
| Receita Líquida - R\$ Milhões | | | | | | | | | |
| Receita de Varejo | 1.436 | 1.752 | 1.956 | 2.116 | 2.463 | 2.897 | 3.462 | 3.914 | 4.643 |
| Receita de Produtos Financeiros | 95 | 179 | 227 | 248 | 289 | 342 | 401 | 457 | 574 |
| Receita Líquida Total | 1.531 | 1.931 | 2.183 | 2.364 | 2.751 | 3.239 | 3.863 | 4.370 | 5.217 |
| Quantidade de Lojas - Uni | | | | | | | | | |
| Renner | 81 | 95 | 110 | 120 | 134 | 167 | 192 | 217 | 248 |
| Camicado | - | - | - | - | - | 30 | 40 | 46 | 59 |
| Youcom | - | - | - | - | - | - | - | 15 | 25 |
| Total de Lojas | 81 | 95 | 110 | 120 | 134 | 197 | 232 | 278 | 332 |
| Quantidade Média de Lojas - Uni | | | | | | | | | |
| Renner | 81 | 88 | 103 | 115 | 127 | 151 | 180 | 205 | 233 |
| Camicado | - | - | - | - | - | 15 | 35 | 43 | 53 |
| Youcom | - | - | - | - | - | - | - | 8 | 20 |
| Total de Lojas | 81 | 88 | 103 | 115 | 127 | 166 | 215 | 255 | 305 |
| Área de Venda - m² | | | | | | | | | |
| Renner | 178.000 | 203.500 | 229.700 | 249.700 | 274.700 | 318.000 | 361.300 | 411.100 | 455.700 |
| Camicado | - | - | - | - | - | 16.800 | 20.709 | 22.988 | 27.600 |
| Youcom | - | - | - | - | - | - | - | 2.200 | 3.300 |
| Área de Venda Total | 178.000 | 203.500 | 229.700 | 249.700 | 274.700 | 334.800 | 382.009 | 436.288 | 486.600 |
| Área de Venda Média - m² | | | | | | | | | |
| Renner | 178.000 | 190.750 | 216.600 | 239.700 | 262.200 | 296.350 | 339.650 | 386.200 | 433.400 |
| Camicado | - | - | - | - | - | 8.400 | 18.755 | 21.849 | 25.294 |
| Youcom | - | - | - | - | - | - | - | 1.100 | 2.750 |
| Área de Venda Total | 178.000 | 190.750 | 216.600 | 239.700 | 262.200 | 304.750 | 358.405 | 409.149 | 461.444 |
| Tamanho Médio de Loja | | | | | | | | | |
| Renner | 2.198 | 2.142 | 2.088 | 2.081 | 2.050 | 1.904 | 1.882 | 1.894 | 1.838 |
| Camicado | - | - | - | - | - | 560 | 518 | 500 | 468 |
| Youcom | - | - | - | - | - | - | - | 147 | 132 |
| Tamanho Médio Total | 2.198 | 2.142 | 2.088 | 2.081 | 2.050 | 1.699 | 1.647 | 1.569 | 1.466 |
| Receita Bruta de Varejo - R\$ Milhares | | | | | | | | | |
| Receita por Loja Total | | | | | | 23.230 | 21.373 | 20.482 | 20.432 |
| Receita por m ² | | | | | | 12,6 | 12,8 | 12,8 | 13,5 |
| Receita Líquida de Varejo - R\$ Milhares | | | | | | | | | |
| Receita por Loja Total | 17.730 | 19.906 | 19.087 | 18.400 | 19.391 | 17.502 | 16.140 | 15.348 | 15.222 |
| Receita por m ² | 8,1 | 9,2 | 9,0 | 8,8 | 9,4 | 9,5 | 9,7 | 9,6 | 10,1 |
| Vendas em Mesmas Lojas | 16,7% | 8,5% | 2,7% | 1,4% | 10,3% | 7,2% | 8,8% | 5,8% | 11,1% |

Anexo Y: Análise de Competição – Varejo – Renner

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Resultado de Varejo | | | | | | | | | |
| Receita Bruta | - | - | - | - | - | 3.845 | 4.585 | 5.223 | 6.232 |
| Receita Líquida | 1.436 | 1.752 | 1.956 | 2.116 | 2.463 | 2.897 | 3.462 | 3.914 | 4.643 |
| Custo de Produtos Vendidos | (734) | (892) | (996) | (1.056) | (1.182) | (1.375) | (1.616) | (1.851) | (2.143) |
| Resultado Bruto | 702 | 859 | 960 | 1.060 | 1.280 | 1.521 | 1.846 | 2.063 | 2.499 |
| Despesas com Vendas | (379) | (440) | (515) | (554) | (642) | (776) | (930) | (1.030) | (1.172) |
| Despesas G&A | (196) | (234) | (271) | (310) | (357) | (403) | (510) | (582) | (741) |
| Outras receitas/despesas | 5 | 9 | (2) | 2 | 10 | 9 | 11 | 31 | 11 |
| Resultado Operacional | 132 | 195 | 172 | 197 | 291 | 352 | 417 | 483 | 598 |
| Depreciação | 39 | 50 | 62 | 74 | 76 | 98 | 133 | 167 | 213 |
| Margens | | | | | | | | | |
| % Descontos da Receita Bruta | | | | | | 24,7% | 24,5% | 25,1% | 25,5% |
| Margem Bruta | 48,9% | 49,1% | 49,1% | 50,1% | 52,0% | 52,5% | 53,3% | 52,7% | 53,8% |
| Margem Operacional | 9,2% | 11,1% | 8,8% | 9,3% | 11,8% | 12,1% | 12,0% | 12,3% | 12,9% |
| Margem EBITDA | 11,9% | 14,0% | 12,0% | 12,8% | 14,9% | 15,5% | 15,9% | 16,6% | 17,5% |
| | (26,4)% | (25,1)% | (26,3)% | (26,2)% | (26,1)% | (26,8)% | (26,9)% | (26,3)% | (25,2)% |
| | (13,7)% | (13,4)% | (13,8)% | (14,7)% | (14,5)% | (13,9)% | (14,7)% | (14,9)% | (16,0)% |

Anexo Z: Análise de Competição – Demonstrações – Guararapes

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ativo | | | | | | | | | |
| Caixa | 252 | 197 | 80 | 83 | 326 | 273 | 461 | 410 | 561 |
| Contas a Receber | 373 | 434 | 405 | 674 | 843 | 1.079 | 1.291 | 1.522 | 2.103 |
| Estoques | 225 | 303 | 376 | 340 | 438 | 558 | 538 | 559 | 774 |
| Impostos a Recuperar | - | - | 35 | 19 | 11 | 20 | 61 | 90 | 100 |
| Outros Ativos Circulantes | 80 | 47 | 36 | 18 | 20 | 24 | 22 | 39 | 26 |
| Ativo Circulante | 930 | 981 | 932 | 1.134 | 1.638 | 1.954 | 2.372 | 2.619 | 3.564 |
| Tributos Diferidos | - | - | 60 | 90 | 95 | 96 | 105 | 112 | 172 |
| Depósitos Judiciais | - | - | 21 | 18 | 20 | 50 | 59 | 80 | 87 |
| Impostos a Recuperar | - | - | 3 | 22 | 9 | 9 | 10 | 12 | 13 |
| Ouros Ativos de Longo Prazo | 18 | 21 | - | - | - | - | - | - | - |
| Investimentos | 1 | 1 | 1 | 204 | 228 | 222 | 214 | 212 | 206 |
| Imobilizado | 727 | 814 | 1.207 | 1.041 | 1.140 | 1.322 | 1.440 | 1.670 | 1.832 |
| Intangível | 5 | 13 | 34 | 39 | 38 | 41 | 40 | 53 | 67 |
| Ativo Total | 1.681 | 1.830 | 2.257 | 2.548 | 3.169 | 3.693 | 4.241 | 4.758 | 5.941 |
| Passivo | | | | | | | | | |
| Fornecedores | 215 | 272 | 189 | 234 | 209 | 222 | 228 | 244 | 257 |
| Endividamento de Curto prazo | 0 | 0 | 122 | 101 | 75 | 137 | 148 | 171 | 212 |
| Salários e Engargos | - | - | 146 | 92 | 83 | 135 | 150 | 180 | 226 |
| Impostos e Taxas a Recolher | 138 | 142 | 75 | 101 | 182 | 134 | 178 | 230 | 287 |
| Outros Passivos Circulantes | 108 | 81 | 55 | 151 | 148 | 194 | 290 | 416 | 662 |
| Passivo Circulante | 462 | 495 | 588 | 678 | 697 | 822 | 995 | 1.241 | 1.643 |
| Endividamento de Longo Prazo | - | - | - | - | 319 | 426 | 476 | 407 | 791 |
| Outras Obrigações | 85 | 66 | 23 | 31 | 27 | 69 | 112 | 138 | 163 |
| Tributos Diferidos | 66 | 36 | 95 | 95 | 96 | 78 | 74 | 70 | 65 |
| Provisões | - | 14 | 41 | 59 | 82 | 59 | 56 | 74 | 104 |
| Passivo Total | 613 | 611 | 747 | 864 | 1.220 | 1.455 | 1.714 | 1.929 | 2.765 |
| Capital Social | 800 | 1.000 | 1.200 | 1.300 | 1.500 | 1.700 | 2.000 | 2.300 | 2.600 |
| Prejuízo Acumulado | - | - | (49) | (38) | - | - | - | - | - |
| Reservas de Lucros | 268 | 219 | 174 | 241 | 273 | 366 | 362 | 369 | 420 |
| Ajustes de Avaliação | - | - | 185 | 181 | 177 | 172 | 165 | 160 | 156 |
| Patrimônio Líquido + Passivos | 1.681 | 1.830 | 2.257 | 2.548 | 3.169 | 3.693 | 4.241 | 4.758 | 5.941 |
| DRE | | | | | | | | | |
| Receita Líquida | 1.669 | 1.771 | 1.910 | 2.184 | 2.608 | 3.046 | 3.546 | 4.069 | 4.728 |
| Custo de Produtos Vendidos | (887) | (928) | (939) | (947) | (1.115) | (1.298) | (1.475) | (1.652) | (1.824) |
| Resultado Bruto | 782 | 843 | 971 | 1.237 | 1.493 | 1.748 | 2.071 | 2.417 | 2.904 |
| Despesas com Vendas | (580) | (687) | (756) | (681) | (679) | (945) | (1.216) | (1.437) | (1.790) |
| Despesas G&A | (162) | (190) | (239) | (326) | (364) | (334) | (351) | (399) | (485) |
| Outras receitas/despesas | 5 | 3 | (0) | 21 | 6 | 10 | 1 | (10) | 3 |
| Resultado Operacional | 45 | (32) | (24) | 251 | 455 | 479 | 505 | 572 | 633 |
| Receita Financeira | 287 | 324 | 228 | 87 | 58 | 45 | 53 | 42 | 70 |
| Despesas Financeira | (46) | (44) | (42) | (73) | (60) | (58) | (74) | (78) | (100) |
| Resultado antes de IR e CSLL | 287 | 249 | 161 | 264 | 453 | 466 | 484 | 536 | 603 |
| IR | (103) | (91) | (58) | (79) | (119) | (125) | (129) | (135) | (191) |
| CSLL | - | - | 34 | 30 | 4 | 22 | 10 | 19 | 68 |
| Resultado Líquido | 183 | 158 | 137 | 215 | 338 | 364 | 366 | 421 | 480 |
| Outras Contas | | | | | | | | | |
| Depreciação | 58 | 66 | 80 | 116 | 102 | 124 | 150 | 175 | 212 |
| Capex | 203 | 217 | 243 | 136 | 197 | 294 | 265 | 412 | 395 |
| Compras | (1.063) | (1.104) | (1.677) | (1.724) | (1.759) | (2.071) | (2.470) | (2.871) | (3.577) |
| Dívida Bruta | 0 | 0 | 122 | 101 | 394 | 563 | 625 | 577 | 1.003 |
| Dívida Líquida | (252) | (197) | 42 | 18 | 68 | 290 | 164 | 167 | 442 |

Anexo AA: Análise de Competição – Indicadores – Guararapes

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Índices de Liquidez | | | | | | | | | |
| Solvência de Caixa | 0,55 | 0,40 | 0,14 | 0,12 | 0,47 | 0,33 | 0,46 | 0,33 | 0,34 |
| Liquidez Corrente | 2,01 | 1,98 | 1,59 | 1,67 | 2,35 | 2,38 | 2,38 | 2,11 | 2,17 |
| Liquidez Seca | 1,53 | 1,37 | 0,95 | 1,17 | 1,72 | 1,70 | 1,84 | 1,66 | 1,70 |
| Liquidez Geral | 2,74 | 2,99 | 3,02 | 2,95 | 2,60 | 2,54 | 2,47 | 2,47 | 2,15 |
| Índices de Atividade e Prazos | | | | | | | | | |
| Giro do Ativo | 1,0 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| Prazo Médio de Recebimento | 82 | 83 | 80 | 90 | 106 | 115 | 122 | 126 | 140 |
| Giro do Contas a Receber | 4,5 | 4,4 | 4,6 | 4,0 | 3,4 | 3,2 | 3,0 | 2,9 | 2,6 |
| Prazo Médio de Pagamento | 74 | 81 | 50 | 45 | 46 | 38 | 33 | 30 | 26 |
| Giro do Contas a Pagar | 4,9 | 4,5 | 7,3 | 8,1 | 8,0 | 9,6 | 11,0 | 12,2 | 14,3 |
| Prazo Médio de Estoques | 93 | 104 | 132 | 138 | 127 | 140 | 136 | 121 | 133 |
| Giro dos Estoques | 3,9 | 3,5 | 2,8 | 2,6 | 2,9 | 2,6 | 2,7 | 3,0 | 2,7 |
| Índices de Margens Financeiras | | | | | | | | | |
| Margem Bruta | 46,8% | 47,6% | 50,9% | 56,6% | 57,2% | 57,4% | 58,4% | 59,4% | 61,4% |
| Margem Operacional | 2,7% | (1,8)% | (1,3)% | 11,5% | 17,4% | 15,7% | 14,2% | 14,1% | 13,4% |
| Margem Líquida | 11,0% | 8,9% | 7,2% | 9,8% | 13,0% | 11,9% | 10,3% | 10,3% | 10,2% |
| Índices de Retorno | | | | | | | | | |
| Retorno sobre Ativos | 1,7% | (1,1)% | (1,0)% | 8,5% | 11,9% | 10,9% | 9,6% | 10,0% | 9,4% |
| Retorno sobre Patrimônio Líquido | 17,2% | 13,9% | 10,0% | 13,5% | 18,6% | 17,4% | 15,3% | 15,7% | 16,0% |
| Índices de Endividamento | | | | | | | | | |
| Endividamento Financeiro | 0,0% | 0,0% | 7,5% | 5,7% | 16,8% | 20,1% | 19,8% | 16,9% | 24,0% |
| Participação do Capital Próprio | 100,0% | 100,0% | 92,5% | 94,3% | 83,2% | 79,9% | 80,2% | 83,1% | 76,0% |
| Endividamento de Curto Prazo | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 19,1% | 24,3% | 23,8% | 29,6% | 21,2% |
| Endividamento de Longo Prazo | - | - | - | - | 80,9% | 75,7% | 76,2% | 70,4% | 78,8% |
| Cobertura de Juros | (0) | 0 | 0 | (19) | 243 | 37 | 25 | 16 | 21 |
| Índices de Alavancagem | | | | | | | | | |
| Multiplicador do Capital Próprio | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,6 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | 1,9 |
| Multiplicador do Capital de Terceiros | 2,7 | 3,0 | 3,0 | 2,9 | 2,6 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,1 |
| Imobilização do Patrimônio Líquido | 1,5 | 1,5 | 1,2 | 1,3 | 1,4 | 1,4 | 1,5 | 1,5 | 1,5 |

Anexo AB: Análise de Competição – Receita – Guararapes

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Receita Operacional - R\$ Milhões | | | | | | | | | |
| Mercadorias | | 2.442 | 2.616 | 2.760 | 2.943 | 3.293 | 3.771 | 4.488 | 5.122 |
| Midway Financeira | - | - | 67 | 267 | 409 | 591 | 740 | 770 | 981 |
| Midway Mall | | 20 | 22 | 34 | 37 | 44 | 50 | 53 | 56 |
| Receita Bruta Total | 2.334 | 2.462 | 2.705 | 3.061 | 3.389 | 3.928 | 4.561 | 5.312 | 6.160 |
| (-) Deduções | (698) | (733) | (856) | (941) | (845) | (956) | (1.082) | (1.318) | (1.515) |
| (+) Benefício Fiscal | - | 42 | 61 | 64 | 64 | 73 | 66 | 76 | 83 |
| Receita Líquida Total | 1.636 | 1.771 | 1.910 | 2.183 | 2.608 | 3.046 | 3.546 | 4.069 | 4.728 |
| Receita Líquida - R\$ Milhões | | | | | | | | | |
| Mercadorias | 1.618 | 1.751 | 1.821 | 1.902 | 2.188 | 2.445 | 2.798 | 3.293 | 3.748 |
| Midway Financeira | - | - | 67 | 249 | 384 | 559 | 700 | 728 | 926 |
| Midway Mall | 18 | 19 | 22 | 33 | 36 | 43 | 48 | 48 | 54 |
| Receita Líquida - R\$ Milhões | 1.636 | 1.771 | 1.910 | 2.183 | 2.608 | 3.046 | 3.546 | 4.069 | 4.728 |
| Tamanho das Lojas | | | | | | | | | |
| Número de Lojas | 86 | 93 | 102 | 107 | 123 | 145 | 169 | 212 | 257 |
| Área de vendas em mil m ² | 206.200 | 230.400 | 258.000 | 277.677 | 314.500 | 364.400 | 413.464 | 490.000 | 556.800 |
| Tamanho das Lojas | 2.398 | 2.477 | 2.529 | 2.595 | 2.557 | 2.513 | 2.447 | 2.311 | 2.167 |
| Tamanho das Lojas - dados médios | | | | | | | | | |
| Número de Lojas | 86 | 90 | 98 | 105 | 115 | 134 | 157 | 191 | 235 |
| Área de vendas em mil m ² | 206.200 | 218.300 | 244.200 | 267.839 | 296.089 | 339.450 | 388.932 | 451.732 | 523.400 |
| Tamanho das Lojas | 2.398 | 2.439 | 2.505 | 2.563 | 2.575 | 2.533 | 2.477 | 2.371 | 2.232 |
| Indicadores de Receita Bruta | | | | | | | | | |
| Receita Bruta por loja - R\$ mil | | 27.283 | 26.831 | 26.408 | 25.594 | 24.573 | 24.019 | 23.559 | 21.844 |
| Receita Bruta por m ² - R\$ mil | | 11 | 11 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Indicadores de Receita Líquida | | | | | | | | | |
| Receita Líquida por loja - R\$ mil | 18.812 | 19.567 | 18.681 | 18.202 | 19.027 | 18.245 | 17.820 | 17.287 | 15.984 |
| Receita Líquida por m ² - R\$ mil | 8 | 8 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| Vendas em Mesmas Lojas | 7,2% | 2,7% | 4,9% | 4,6% | 8,2% | 2,8% | 5,2% | 7,3% | 1,4% |

Anexo AC: Análise de Competição – Varejo – Guararapes

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Resultado de Mercadorias | | | | | | | | | |
| Receita Bruta | - | 2.442 | 2.616 | 2.760 | 2.943 | 3.293 | 3.771 | 4.488 | 5.122 |
| Receita Líquida | 1.618 | 1.751 | 1.821 | 1.902 | 2.188 | 2.445 | 2.798 | 3.293 | 3.748 |
| Custo de Produtos Vendidos | (887) | (928) | (926) | (930) | (1.044) | (1.146) | (1.305) | (1.485) | (1.688) |
| Resultado Bruto | 730 | 824 | 895 | 973 | 1.144 | 1.298 | 1.493 | 1.808 | 2.061 |
| Despesas com Vendas | | | | | | | | | |
| Despesas G&A | | | | | | | | | |
| Outras receitas/despesas | | | | | | | | | |
| Resultado Operacional | | | | | | | | | |
| Depreciação | | | | | | | | | |
| Margens | | | | | | | | | |
| % Descontos da Receita Bruta | | 28,3% | 30,4% | 31,1% | 25,7% | 25,8% | 25,8% | 26,6% | 26,8% |
| Margem Bruta | 45,1% | 47,0% | 49,1% | 51,1% | 52,3% | 53,1% | 53,4% | 54,9% | 55,0% |

Anexo AD: Análise de Competição – Demonstrações – Marisa

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ativo | | | | | | | | | |
| Caixa | 186 | 396 | 362 | 355 | 541 | 641 | 285 | 258 | 511 |
| Contas a Receber | 388 | 504 | 569 | 556 | 635 | 682 | 878 | 979 | 980 |
| Estoques | 93 | 141 | 132 | 147 | 232 | 281 | 368 | 342 | 373 |
| Impostos a Recuperar | - | 27 | 18 | 31 | 44 | 81 | 61 | 53 | 51 |
| Outros Ativos Circulantes | 115 | 31 | 11 | 15 | 16 | 22 | 87 | 60 | 65 |
| Ativo Circulante | 782 | 1.098 | 1.092 | 1.105 | 1.468 | 1.707 | 1.680 | 1.691 | 1.979 |
| Aplicações Financeiras | - | - | - | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 14 |
| Tributos Diferidos | - | - | 128 | 77 | 73 | 83 | 81 | 113 | 185 |
| Impostos a Recuperar | - | - | 16 | 26 | 42 | 35 | 22 | 14 | 16 |
| Depósitos Judiciais | - | - | 30 | 31 | 40 | 37 | 50 | 45 | 55 |
| Outros Ativos Não Circulantes | 52 | 82 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Investimentos | 13 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | - | - | 7 |
| Imobilizado | 155 | 236 | 266 | 240 | 347 | 465 | 494 | 577 | 552 |
| Intangível | 23 | 33 | 46 | 53 | 85 | 98 | 106 | 124 | 159 |
| Ativo Total | 1.025 | 1.449 | 1.580 | 1.538 | 2.061 | 2.433 | 2.441 | 2.574 | 2.969 |
| Passivo | | | | | | | | | |
| Fornecedores | 157 | 140 | 126 | 162 | 208 | 178 | 248 | 255 | 245 |
| Endividamento de Curto prazo | 342 | 347 | 245 | 154 | 510 | 297 | 90 | 107 | 365 |
| Salários e Engargos | - | - | 27 | 32 | 44 | 41 | 58 | 56 | 60 |
| Impostos e Taxas a Recolher | 73 | 80 | 92 | 80 | 142 | 106 | 106 | 147 | 147 |
| Outros Passivos Circulantes | 153 | 48 | 62 | 87 | 79 | 119 | 104 | 124 | 113 |
| Passivo Circulante | 724 | 614 | 553 | 515 | 983 | 741 | 605 | 688 | 930 |
| Provisões | 77 | 81 | 104 | 58 | 61 | 53 | 55 | 45 | 55 |
| Endividamento de Longo Prazo | 176 | 185 | 159 | 96 | 68 | 687 | 682 | 685 | 774 |
| Outros Passivos Não Circulantes | 13 | 10 | 165 | 150 | 126 | 93 | 60 | 47 | 53 |
| Passivo Total | 990 | 889 | 982 | 818 | 1.238 | 1.575 | 1.402 | 1.466 | 1.813 |
| Capital Social | 41 | 551 | 551 | 651 | 651 | 651 | 660 | 661 | 661 |
| Reservas | (6) | 9 | 48 | 70 | 172 | 207 | 379 | 446 | 487 |
| Outros Resultados Abrangentes | - | - | 0 | 0 | 0 | - | - | - | 7 |
| Patrimônio Líquido + Passivos | 1.025 | 1.449 | 1.580 | 1.538 | 2.061 | 2.433 | 2.441 | 2.574 | 2.969 |
| DRE | | | | | | | | | |
| Receita Líquida | | 1.193 | 1.608 | 1.756 | 2.076 | 2.450 | 2.877 | 3.097 | 3.345 |
| Custo de Produtos Vendidos | | (612) | (914) | (936) | (1.039) | (1.245) | (1.468) | (1.660) | (1.778) |
| Resultado Bruto | - | 581 | 694 | 820 | 1.036 | 1.205 | 1.410 | 1.437 | 1.566 |
| Despesas com Vendas | | (403) | (428) | (468) | (535) | (689) | (777) | (917) | (1.009) |
| Despesas G&A | | (80) | (78) | (95) | (121) | (141) | (141) | (158) | (169) |
| Outras receitas/despesas | | (23) | (52) | (57) | (94) | (87) | (136) | (156) | (194) |
| Resultado Operacional | - | 75 | 136 | 199 | 286 | 288 | 355 | 206 | 195 |
| Receita Financeira | | 100 | 115 | 46 | 46 | 217 | 57 | 45 | 62 |
| Despesas Financeira | | (150) | (172) | (62) | (66) | (280) | (122) | (132) | (201) |
| Resultado antes de IR e CSLL | - | 26 | 78 | 183 | 266 | 225 | 290 | 119 | 56 |
| IR | | (16) | (31) | (33) | (53) | (58) | (58) | (66) | (82) |
| CSLL | | 36 | 3 | (8) | (4) | 10 | (3) | 32 | 77 |
| Participação de ã controladores | | (0) | (0) | (0) | (0) | - | - | - | - |
| Resultado Líquido | | 46 | 51 | 141 | 209 | 177 | 230 | 85 | 51 |
| Outras Contas | | | | | | | | | |
| Depreciação | | 46 | 75 | 88 | 103 | 123 | 143 | 164 | 191 |
| Capex | | 169 | 118 | 71 | 244 | 255 | 184 | 266 | 215 |
| Compras | | (1.048) | (1.178) | (1.221) | (1.370) | (1.701) | (2.041) | (2.339) | (2.499) |
| Dívida Bruta | 518 | 532 | 404 | 250 | 578 | 984 | 772 | 792 | 1.140 |
| Dívida Líquida | 332 | 136 | 42 | (109) | 32 | 337 | 480 | 526 | 615 |

Anexo AE: Análise de Competição – Indicadores – Marisa

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Índices de Liquidez | | | | | | | | | |
| Solvência de Caixa | | 0,64 | 0,65 | 0,69 | 0,55 | 0,87 | 0,47 | 0,37 | 0,55 |
| Liquidez Corrente | | 1,79 | 1,98 | 2,15 | 1,49 | 2,30 | 2,78 | 2,46 | 2,13 |
| Liquidez Seca | | 1,56 | 1,74 | 1,86 | 1,26 | 1,92 | 2,17 | 1,96 | 1,73 |
| Liquidez Geral | | 1,63 | 1,61 | 1,88 | 1,66 | 1,54 | 1,74 | 1,76 | 1,64 |
| Índices de Atividade e Prazos | | | | | | | | | |
| Giro do Ativo | | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 1,2 | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Prazo Médio de Recebimento | | 280 | 221 | 203 | 179 | 162 | 138 | 126 | 123 |
| Giro do Contas a Receber | | 1,3 | 1,7 | 1,8 | 2,0 | 2,3 | 2,7 | 2,9 | 3,0 |
| Prazo Médio de Pagamento | | 52 | 41 | 43 | 49 | 41 | 38 | 39 | 37 |
| Giro do Contas a Pagar | | 7,1 | 8,9 | 8,5 | 7,4 | 8,8 | 9,6 | 9,3 | 10,0 |
| Prazo Médio de Estoques | | 70 | 54 | 55 | 67 | 75 | 81 | 78 | 73 |
| Giro dos Estoques | | 5,2 | 6,7 | 6,7 | 5,5 | 4,9 | 4,5 | 4,7 | 5,0 |
| Índices de Margens Financeiras | | | | | | | | | |
| Margem Bruta | | 48,7% | 43,2% | 46,7% | 49,9% | 49,2% | 49,0% | 46,4% | 46,8% |
| Margem Operacional | | 6,3% | 8,5% | 11,3% | 13,8% | 11,8% | 12,4% | 6,7% | 5,8% |
| Margem Líquida | | 3,8% | 3,2% | 8,0% | 10,1% | 7,2% | 8,0% | 2,8% | 1,5% |
| Índices de Retorno | | | | | | | | | |
| Retorno sobre Ativos | | 11,0% | 5,9% | 9,9% | 12,5% | 10,1% | 11,6% | 5,9% | 6,4% |
| Retorno sobre Patrimônio Líquido | | 8,2% | 8,8% | 21,4% | 27,0% | 21,1% | 24,2% | 8,0% | 4,5% |
| Índices de Endividamento | | | | | | | | | |
| Endividamento Financeiro | | 48,7% | 40,3% | 25,8% | 41,3% | 53,4% | 42,6% | 41,7% | 49,6% |
| Participação do Capital Próprio | | 51,3% | 59,7% | 74,2% | 58,7% | 46,6% | 57,4% | 58,3% | 50,4% |
| Endividamento de Curto Prazo | | 65,2% | 60,6% | 61,7% | 88,2% | 30,2% | 11,6% | 13,5% | 32,1% |
| Endividamento de Longo Prazo | | 34,8% | 39,4% | 38,3% | 11,8% | 69,8% | 88,4% | 86,5% | 67,9% |
| Cobertura de Juros | | 2 | 2 | 12 | 14 | 5 | 5 | 2 | 1 |
| Índices de Alavancagem | | | | | | | | | |
| Multiplicador do Capital Próprio | | 2,6 | 2,6 | 2,1 | 2,5 | 2,8 | 2,3 | 2,3 | 2,6 |
| Multiplicador do Capital de Terceiros | | 1,6 | 1,6 | 1,9 | 1,7 | 1,5 | 1,7 | 1,8 | 1,6 |
| Imobilização do Patrimônio Líquido | | 2,1 | 1,9 | 2,5 | 1,9 | 1,5 | 1,7 | 1,6 | 1,6 |

Anexo AF: Análise de Competição – Receita – Marisa

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|------|---------|------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Receita Bruta | | | | | | | | | |
| Mercadorias | | | | 2.111 | 2.503 | 2.944 | 3.509 | 3.726 | 3.867 |
| Cartões de Crédito | | | | 250 | 264 | 328 | 311 | 318 | 387 |
| Prestação de Serviços | | | | 82 | 102 | 99 | 105 | 146 | 201 |
| Operações com Crédito Pessoal | | | | <u>8</u> | <u>18</u> | <u>43</u> | <u>77</u> | <u>142</u> | <u>188</u> |
| Receita Operacional Bruta | - | - | - | 2.450 | 2.887 | 3.415 | 4.001 | 4.332 | 4.643 |
| Impostos sobre Mercadorias | | | | (521) | (614) | (721) | (853) | (945) | (1.009) |
| Impostos sobre serviços | | | | (10) | (10) | (10) | (14) | (24) | (25) |
| Devoluções de Mercadorias | | | | <u>(164)</u> | <u>(188)</u> | <u>(234)</u> | <u>(257)</u> | <u>(266)</u> | <u>(264)</u> |
| Receita Operacional Líquida | - | - | - | 1.756 | 2.076 | 2.450 | 2.877 | 3.097 | 3.345 |
| Vendas em Mesmas Lojas | | | | 3,4% | 13,2% | 7,3% | 10,1% | 1,5% | 0,2% |
| Tamanho de Lojas | | | | | | | | | |
| Número de lojas | | | | 227 | 277 | 336 | 368 | 407 | 416 |
| Área de Vendas - mil m ² | | 242.238 | | <u>250.000</u> | <u>295.500</u> | <u>346.400</u> | <u>379.191</u> | <u>412.072</u> | <u>425.740</u> |
| Tamanho de Lojas | | | | 1.101 | 1.067 | 1.031 | 1.030 | 1.012 | 1.023 |
| Tamanho Médio de Lojas | | | | | | | | | |
| Área de Vendas Média - mil m ² | | | | <u>246.119</u> | 272.750 | 320.950 | 362.796 | 395.632 | 418.906 |
| Número de lojas médio | | | | <u>227</u> | <u>252</u> | <u>307</u> | <u>352</u> | <u>388</u> | <u>412</u> |
| Tamanho de Lojas | | | | 1.084 | 1.082 | 1.047 | 1.031 | 1.021 | 1.018 |
| Receita por loja | | | | 9.298 | 9.035 | 8.762 | 9.536 | 9.155 | 9.296 |
| Receita por m ² | | | | 8 | 8 | 8 | 9 | 9 | 9 |
| Receita por qtde média de lojas | | | | 9.298 | 9.932 | 9.605 | 9.969 | 9.616 | 9.398 |
| Receita por média de m ² | | | | 9 | 9 | 9 | 10 | 9 | 9 |

Anexo AG: Análise de Competição – Varejo – Marisa

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------------|------|------|------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Resultado de Mercadorias | | | | | | | | | |
| Receita Bruta | - | - | - | 2.450 | 2.887 | 3.415 | 4.001 | 4.332 | 4.643 |
| Receita Líquida | - | - | - | 1.426 | 1.701 | 1.989 | 2.399 | 2.515 | 2.595 |
| Custo de Produtos Vendidos | | | | (682) | (808) | (948) | (1.203) | (1.331) | (1.368) |
| Resultado Bruto | - | - | - | 744 | 893 | 1.042 | 1.196 | 1.184 | 1.226 |
| Despesas com Vendas | | | | (468) | (535) | (689) | (777) | (913) | (1.003) |
| Despesas G&A | | | | (147) | (172) | (194) | (208) | (179) | (176) |
| Outras receitas/despesas | | | | 14 | 8 | 34 | 17 | (3) | (5) |
| Resultado Operacional | | | | 143 | 194 | 193 | 228 | 89 | 42 |
| Depreciação | | | | (88) | (103) | (123) | (143) | (164) | (191) |
| Depreciação Varejo | | | | (63) | (67) | (78) | (92) | (71) | (49) |
| Margens | | | | | | | | | |
| % Descontos da Receita Bruta | | | | 41,8% | 41,1% | 41,8% | 40,0% | 41,9% | 44,1% |
| Margem Bruta | | | | 52,2% | 52,5% | 52,4% | 49,9% | 47,1% | 47,3% |
| Margem Operacional | | | | 10,0% | 11,4% | 9,7% | 9,5% | 3,6% | 1,6% |
| Margem EBITDA | | | | 14,4% | 15,3% | 13,6% | 13,4% | 6,4% | 3,5% |

Anexo AH: Análise de Competição – Demonstrações – Pernambucanas

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ativo | | | | | | | | | |
| Caixa | | 274 | 451 | 364 | 563 | 508 | 751 | 790 | 555 |
| Contas a Receber | | 557 | 621 | 1.283 | 1.467 | 1.732 | 1.892 | 2.118 | 2.466 |
| Estoques | | 333 | 340 | 359 | 370 | 430 | 511 | 600 | 543 |
| Impostos a Recuperar | | 95 | 123 | 124 | 91 | 94 | 104 | 96 | 96 |
| Operações com Derivativos | | - | 33 | - | - | 1 | 16 | 111 | 19 |
| Outros Ativos Circulantes | | 44 | 121 | 9 | 10 | 17 | 71 | 82 | 127 |
| Ativo Circulante | - | 1.303 | 1.688 | 2.139 | 2.501 | 2.782 | 3.344 | 3.797 | 3.806 |
| Contas a Receber de Longo Prazo | | 1 | 6 | 6 | 18 | 30 | 19 | 18 | 15 |
| Impostos a Recuperar | | 7 | 6 | 7 | 7 | 9 | 10 | 10 | 8 |
| Operações com Derivativos | | - | 69 | - | - | 33 | 58 | 16 | 39 |
| Impostos Diferidos | | 26 | 59 | 162 | 142 | 172 | 205 | 253 | 329 |
| Depósitos Juciais | | 19 | 24 | 21 | 15 | 14 | 22 | 37 | 44 |
| Demais contas a Receber | | 7 | 6 | 3 | 3 | 2 | 2 | 3 | 5 |
| Investimentos | | 1 | 1 | - | - | - | - | - | - |
| Imobilizado | | 273 | 331 | 298 | 334 | 406 | 470 | 554 | 669 |
| Intangível | | 65 | 1 | 22 | 31 | 51 | 82 | 104 | 130 |
| Ativo Total | - | 1.702 | 2.191 | 2.658 | 3.051 | 3.499 | 4.213 | 4.792 | 5.046 |
| | | 19,8% | 15,1% | 12,0% | 12,0% | 13,0% | 13,1% | 13,7% | 15,8% |
| Passivo | | | | | | | | | |
| Fornecedores | | 517 | 604 | 681 | 847 | 1.029 | 1.336 | 1.485 | 1.557 |
| Endividamento de Curto prazo | | 67 | 449 | 442 | 535 | 705 | 786 | 869 | 816 |
| Cessão de Crédito | | - | - | 633 | 281 | 10 | - | - | 101 |
| Salários e Engargos | | 72 | 70 | 91 | 113 | 121 | 138 | 130 | 87 |
| Operações com Derivativos | | - | 5 | 22 | 11 | - | - | - | - |
| Impostos e Taxas a Recolher | | 166 | 145 | 126 | 158 | 163 | 156 | 183 | 206 |
| Outros Passivos Circulantes | | 178 | 72 | 61 | 92 | 94 | 144 | 141 | 184 |
| Passivo Circulante | - | 1.000 | 1.344 | 2.056 | 2.038 | 2.123 | 2.559 | 2.809 | 2.951 |
| Fornecedores | | - | - | - | 2 | 1 | - | - | 1 |
| Endividamento de Longo Prazo | | 187 | 318 | 76 | 327 | 531 | 618 | 823 | 755 |
| Provisões | | 32 | 81 | 78 | 124 | 185 | 238 | 284 | 357 |
| Outros Passivos Não Circulantes | | 26 | - | 29 | 17 | 31 | 57 | 37 | 37 |
| Passivo Total | - | 1.245 | 1.744 | 2.238 | 2.508 | 2.871 | 3.472 | 3.953 | 4.101 |
| Capital Social | | 203 | 231 | 231 | 231 | 266 | 306 | 360 | 410 |
| Reservas | | 254 | 216 | 188 | 312 | 361 | 434 | 479 | 535 |
| Patrimônio Líquido + Passivos | - | 1.702 | 2.191 | 2.658 | 3.051 | 3.499 | 4.213 | 4.792 | 5.046 |
| DRE | | | | | | | | | |
| Receita Líquida | | 2.912 | 3.142 | 3.179 | 3.561 | 3.839 | 4.261 | 4.612 | 5.025 |
| Custo de Produtos Vendidos | | (1.870) | (2.065) | (1.962) | (2.082) | (2.271) | (2.380) | (2.182) | (2.368) |
| Resultado Bruto | - | 1.043 | 1.077 | 1.217 | 1.479 | 1.568 | 1.881 | 2.429 | 2.657 |
| Despesas com Vendas | | (453) | (499) | (572) | (691) | (847) | (938) | (1.415) | (1.541) |
| Despesas G&A | | (356) | (406) | (369) | (486) | (508) | (591) | (627) | (689) |
| Outras receitas/despesas | | (47) | (33) | (47) | (36) | 9 | (5) | (42) | (16) |
| Resultado Operacional | - | 186 | 139 | 229 | 267 | 221 | 347 | 345 | 411 |
| Receita Financeira | | 23 | 87 | 83 | 138 | 191 | 72 | 97 | 118 |
| Despesas Financeira | | (56) | (147) | (139) | (127) | (168) | (134) | (172) | (232) |
| Resultado antes de IR e CSLL | - | 152 | 79 | 173 | 278 | 244 | 285 | 269 | 297 |
| IR | | (41) | (21) | (53) | (88) | (57) | (72) | (63) | (76) |
| CSLL | | (14) | (4) | (18) | (28) | (33) | (42) | (44) | (50) |
| Participação de ã controladores | | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) | 0 | (0) | (1) |
| Resultado Líquido | - | 97 | 54 | 103 | 162 | 154 | 171 | 162 | 170 |
| Outras Contas | | | | | | | | | |
| Depreciação | | 21 | 44 | 49 | 46 | 51 | 62 | 78 | 95 |
| Capex | | 58 | 102 | 44 | 94 | 145 | 168 | 187 | 244 |
| Compras | - | (1.537) | (2.058) | (1.942) | (2.071) | (2.211) | (2.299) | (2.093) | (2.425) |
| Dívida Bruta | - | 255 | 865 | 496 | 851 | 1.271 | 1.477 | 1.818 | 1.628 |
| Dívida Líquida | - | (19) | 414 | 132 | 288 | 763 | 726 | 1.028 | 1.073 |

Anexo AI: Análise de Competição – Indicadores – Pernambucanas

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Índices de Liquidez | | | | | | | | | |
| Solvência de Caixa | | 0,27 | 0,34 | 0,18 | 0,28 | 0,24 | 0,29 | 0,28 | 0,19 |
| Liquidez Corrente | | 1,30 | 1,26 | 1,04 | 1,23 | 1,31 | 1,31 | 1,35 | 1,29 |
| Liquidez Seca | | 0,97 | 1,00 | 0,87 | 1,05 | 1,11 | 1,11 | 1,14 | 1,11 |
| Liquidez Geral | | 1,37 | 1,26 | 1,19 | 1,22 | 1,22 | 1,21 | 1,21 | 1,23 |
| Índices de Atividade e Prazos | | | | | | | | | |
| Giro do Ativo | | 3,4 | 1,6 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 1,0 |
| Prazo Médio de Recebimento | | 35 | 69 | 110 | 142 | 154 | 157 | 160 | 168 |
| Giro do Contas a Receber | | 10,4 | 5,3 | 3,3 | 2,6 | 2,4 | 2,3 | 2,3 | 2,2 |
| Prazo Médio de Pagamento | | | 99 | 121 | 135 | 155 | 188 | 246 | 229 |
| Giro do Contas a Pagar | | | 3,7 | 3,0 | 2,7 | 2,4 | 1,9 | 1,5 | 1,6 |
| Prazo Médio de Estoques | | 65 | 59 | 65 | 64 | 64 | 72 | 93 | 88 |
| Giro dos Estoques | | 5,6 | 6,1 | 5,6 | 5,7 | 5,7 | 5,1 | 3,9 | 4,1 |
| Índices de Margens Financeiras | | | | | | | | | |
| Margem Bruta | | 35,8% | 34,3% | 38,3% | 41,5% | 40,8% | 44,2% | 52,7% | 52,9% |
| Margem Operacional | | 6,4% | 4,4% | 7,2% | 7,5% | 5,8% | 8,1% | 7,5% | 8,2% |
| Margem Líquida | | 3,3% | 1,7% | 3,2% | 4,6% | 4,0% | 4,0% | 3,5% | 3,4% |
| Índices de Retorno | | | | | | | | | |
| Retorno sobre Ativos | | 14,0% | 4,9% | 5,6% | 5,5% | 4,3% | 5,4% | 4,6% | 4,8% |
| Retorno sobre Patrimônio Líquido | | 39,7% | 12,5% | 32,7% | 36,5% | 23,9% | 22,1% | 17,1% | 17,1% |
| Índices de Endividamento | | | | | | | | | |
| Endividamento Financeiro | | 35,8% | 65,9% | 54,2% | 61,1% | 66,9% | 66,6% | 68,4% | 63,3% |
| Participação do Capital Próprio | | 64,2% | 34,1% | 45,8% | 38,9% | 33,1% | 33,4% | 31,6% | 36,7% |
| Endividamento de Curto Prazo | | 26,4% | 55,7% | 89,1% | 62,9% | 55,5% | 54,3% | 53,9% | 51,2% |
| Endividamento de Longo Prazo | | 73,6% | 44,3% | 10,9% | 37,1% | 44,5% | 45,7% | 46,1% | 48,8% |
| Cobertura de Juros | | 6 | 2 | 4 | (23) | (10) | 6 | 5 | 4 |
| Índices de Alavancagem | | | | | | | | | |
| Multiplicador do Capital Próprio | | 3,7 | 4,9 | 6,3 | 5,6 | 5,6 | 5,7 | 5,7 | 5,3 |
| Multiplicador do Capital de Terceiros | | 1,4 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Imobilização do Patrimônio Líquido | | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 1,5 | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 1,2 |

Anexo AJ: Análise de Competição – Receita – Pernambucanas

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------------------|------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Receita Bruta | | | | | | | | | |
| Vestuário | | | | | | | | | |
| Outros | | | | | | | | | |
| Receita Bruta | | 3.855 | 4.213 | 4.168 | 4.657 | 5.046 | 5.512 | 6.003 | 6.405 |
| Mercadorias | | | | <u>3.512</u> | <u>3.912</u> | <u>4.237</u> | <u>4.508</u> | <u>4.843</u> | <u>5.043</u> |
| Outros | | | | 656 | 746 | 809 | 1.004 | 1.159 | 1.362 |
| Quantidade Lojas | | 280 | | 269 | 272 | 283 | 296 | 303 | 309 |
| Quantidade de Lojas Médias | | | | 269 | 271 | 278 | 290 | 300 | 306 |
| Receita Vestuário por loja | | | | 15.493 | 17.218 | 18.185 | 19.040 | 20.042 | 20.932 |

Anexo AK: Análise de Competição – C&A

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Receita Bruta | | | | | | | 5.000 | 5.750 | |
| Vestuário | 3.560 | 4.090 | 4.367 | 3.442 | 3.725 | 4.071 | 4.357 | 4.658 | 4.931 |
| Outros | | | | | | | 643 | 1.092 | |
| Quantidade Lojas | | | 154 | 168 | 187 | 210 | 240 | 261 | 290 |
| Quantidade Média | | | 154 | 161 | 178 | 199 | 225 | 251 | 276 |
| Funcionários | | | | | | | 18.000 | 17.000 | |
| Receita Vestuário por loja | | | 28.358 | 21.380 | 20.983 | 20.509 | 19.364 | 18.595 | 17.899 |

Anexo AL: Substitutos – Demonstrações – Netshoes

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------|------|------|------|------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Ativo | | | | | | | | | |
| Caixa | | | | 35 | 6 | 13 | 136 | 104 | 235 |
| Contas a Receber | | | | 52 | 96 | 181 | 243 | 250 | 301 |
| Estoques | | | | 25 | 61 | 149 | 189 | 189 | 173 |
| Impostos a Recuperar | | | | 1 | 1 | 3 | 6 | 15 | 30 |
| Despesas Antecipadas | | | | - | 10 | 15 | 1 | 4 | 12 |
| Outros Ativos Circulantes | | | | 0 | - | 3 | 1 | 3 | 7 |
| Ativo Circulante | - | - | - | 112 | 174 | 365 | 577 | 565 | 757 |
| Caixa restrito | | | | - | - | - | - | 21 | 21 |
| Depósitos judiciais | | | | - | - | - | - | - | 3 |
| Ativo fiscal diferido | | | | 0 | - | 21 | 64 | 105 | 143 |
| Outros Ativos Não Circulantes | | | | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 0 |
| Investimentos | | | | - | - | - | - | - | - |
| Imobilizado | | | | 1 | 5 | 20 | 42 | 56 | 55 |
| Intangível | | | | 2 | 8 | 14 | 18 | 37 | 41 |
| Ativo Total | - | - | - | 117 | 189 | 421 | 703 | 786 | 1.019 |
| Passivo | | | | | | | | | |
| Empréstimos e financiamentos | | | | 18 | 86 | 178 | 243 | 180 | 107 |
| Instrumentos derivativos | | | | - | - | - | - | 1 | 3 |
| Debêntures | | | | - | - | - | 30 | 30 | 30 |
| Fornecedores | | | | 30 | 46 | 85 | 91 | 93 | 149 |
| Salários e Engargos | | | | 1 | 2 | 8 | 18 | 25 | 28 |
| Impostos e contribuições a pagar | | | | 8 | 6 | 8 | 17 | 19 | 19 |
| Impostos parcelados | | | | - | - | 1 | 1 | 0 | - |
| Outras Obrigações | | | | 0 | 3 | 17 | 30 | 33 | 58 |
| Obrigações com partes relacionadas | | | | - | - | - | - | 4 | 4 |
| Passivo Circulante | - | - | - | 57 | 142 | 297 | 430 | 384 | 399 |
| Empréstimos e financiamentos | | | | 19 | 5 | 3 | 6 | 223 | 177 |
| Debêntures | | | | - | - | 118 | 89 | 59 | 30 |
| Outros | | | | - | 2 | 2 | 2 | 1 | 2 |
| Passivo Total | - | - | - | 76 | 149 | 421 | 526 | 668 | 607 |
| Capital Social | | | | 3 | 4 | 4 | 280 | 281 | 660 |
| Reservas de Capital | | | | 50 | 49 | 45 | (9) | 1 | 13 |
| Outros resultados abrangentes | | | | - | - | 2 | 0 | (4) | (8) |
| Prejuízo Acumulado | | | | (12) | (14) | (51) | (95) | (161) | (254) |
| Participação de não controladores | | | | - | - | 1 | 1 | 1 | 2 |
| Patrimônio Líquido + Passivos | - | - | - | 117 | 189 | 421 | 703 | 786 | 1.019 |
| DRE | | | | | | | | | |
| Receita Líquida | | | | 112 | 257 | 481 | 797 | 965 | 1.159 |
| Custo de Produtos Vendidos | | | | (55) | (137) | (323) | (459) | (560) | (710) |
| Resultado Bruto | - | - | - | 57 | 120 | 157 | 338 | 405 | 449 |
| Despesas com Vendas | | | | - | (66) | (125) | (303) | (308) | (347) |
| Despesas G&A | | | | (58) | (51) | (62) | (102) | (151) | (156) |
| Outras receitas/despesas | | | | - | - | 2 | 4 | (0) | (5) |
| Resultado Operacional | - | - | - | (1) | 2 | (28) | (63) | (53) | (58) |
| Receita Financeira | | | | 2 | 11 | - | 13 | 22 | 22 |
| Despesa Financeira | | | | (7) | (10) | (27) | (87) | (82) | (95) |
| Resultado antes de IR e CSLL | - | - | - | (6) | 3 | (54) | (137) | (113) | (131) |
| IR e CSLL - diferido | | | | (1) | (1) | 14 | 43 | 41 | 39 |
| Acionistas Não Controladores | | | | - | - | 0 | 0 | 6 | 1 |
| Resultado Líquido | - | - | - | (7) | 2 | (40) | (93) | (66) | (93) |
| Outras Contas | | | | | | | | | |
| Depreciação | | | | 0 | 1 | 1 | 4 | 6 | 7 |
| Capex | | | | 3 | 11 | 25 | 34 | 45 | 22 |
| Compras | | | | (31) | (101) | (235) | (419) | (560) | (726) |
| Dívida Bruta | | | | 37 | 91 | 299 | 367 | 493 | 347 |
| Dívida Líquida | | | | 2 | 85 | 286 | 231 | 389 | 112 |

Anexo AM: Substitutos – Indicadores – Netshoes

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|------|------|------|---------|-------|----------|----------|---------|---------|
| Índices de Liquidez | | | | | | | | | |
| Solvência de Caixa | | | | 0,62 | 0,04 | 0,05 | 0,32 | 0,27 | 0,59 |
| Liquidez Corrente | | | | 1,98 | 1,23 | 1,23 | 1,34 | 1,47 | 1,90 |
| Liquidez Seca | | | | 1,55 | 0,80 | 0,73 | 0,90 | 0,98 | 1,47 |
| Liquidez Geral | | | | 1,54 | 1,26 | 1,00 | 1,34 | 1,18 | 1,68 |
| Indicadores de Atividade e Prazos | | | | | | | | | |
| Giro do Ativo | | | | 1,9 | 1,7 | 1,6 | 1,4 | 1,3 | 1,3 |
| Prazo Médio de Recebimento | | | | 168 | 105 | 105 | 97 | 93 | 87 |
| Giro do Contas a Receber | | | | 2,2 | 3,5 | 3,5 | 3,8 | 3,9 | 4,2 |
| Prazo Médio de Pagamento | | | | 197 | 138 | 102 | 77 | 60 | 61 |
| Giro do Contas a Pagar | | | | 1,8 | 2,6 | 3,6 | 4,8 | 6,1 | 6,0 |
| Prazo Médio de Estoques | | | | 162 | 114 | 119 | 135 | 123 | 93 |
| Giro dos Estoques | | | | 2,3 | 3,2 | 3,1 | 2,7 | 3,0 | 3,9 |
| Indicadores de Margens Financeiras | | | | | | | | | |
| Margem Bruta | | | | 50,6% | 46,6% | 32,7% | 42,4% | 42,0% | 38,7% |
| Margem Operacional | | | | (0,8)% | 0,9% | (5,7)% | (7,9)% | (5,5)% | (5,0)% |
| Margem Líquida | | | | (5,9)% | 0,8% | (8,3)% | (11,7)% | (6,8)% | (8,0)% |
| Indicadores de Retorno | | | | | | | | | |
| Retorno sobre Ativos | | | | (1,8)% | 0,9% | (6,7)% | (7,7)% | (4,5)% | (4,6)% |
| Retorno sobre Patrimônio Líquido | | | | (16,2)% | 5,3% | (200,2)% | (105,1)% | (44,6)% | (34,9)% |
| Indicadores de Endividamento | | | | | | | | | |
| Endividamento Financeiro | | | | 47,4% | 69,9% | 99,8% | 67,5% | 80,7% | 45,7% |
| Participação do Capital Próprio | | | | 52,6% | 30,1% | 0,2% | 32,5% | 19,3% | 54,3% |
| Endividamento de Curto Prazo | | | | 48,3% | 94,2% | 59,4% | 74,2% | 42,7% | 40,5% |
| Endividamento de Longo Prazo | | | | 51,7% | 5,8% | 40,6% | 25,8% | 57,3% | 59,5% |
| Cobertura de Juros | | | | (0) | 0 | (0) | (0) | (0) | (0) |
| Indicadores de Alavancagem | | | | | | | | | |
| Multiplicador do Capital Próprio | | | | 2,8 | 4,8 | 808,1 | 4,0 | 6,7 | 2,5 |
| Multiplicador do Capital de Terceiros | | | | 1,5 | 1,3 | 1,0 | 1,3 | 1,2 | 1,7 |
| Imobilização do Patrimônio Líquido | | | | 12,1 | 3,0 | 0,0 | 2,9 | 1,3 | 4,3 |

Anexo AN: Análise de Novos Entrantes – Demonstrações – GAP

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Balço Pratrmonial | | | | | | | | | |
| Caixa e equivalentes de Caixa | 2.644 | 1.939 | 1.756 | 2.573 | 1.661 | 1.885 | 1.510 | 1.510 | 1.515 |
| Estoques | 1.796 | 1.575 | 1.506 | 1.477 | 1.620 | 1.615 | 1.758 | 1.928 | 1.889 |
| Outros Ativos Circulantes | 589 | 572 | 743 | 614 | 645 | 809 | 864 | 992 | 913 |
| Ativo Circulante | 5.029 | 4.086 | 4.005 | 4.664 | 3.926 | 4.309 | 4.132 | 4.430 | 4.317 |
| Permanente | 3.197 | 3.267 | 2.933 | 2.628 | 2.563 | 2.523 | 2.619 | 2.758 | 2.773 |
| Outros Ativos de Longo Prazo | 318 | 485 | 626 | 693 | 576 | 590 | 719 | 661 | 600 |
| Ativo Total | 8.544 | 7.838 | 7.564 | 7.985 | 7.065 | 7.422 | 7.470 | 7.849 | 7.690 |
| Endividamento | 325 | 138 | 50 | - | 3 | 59 | - | 25 | 21 |
| Fornecedores | 772 | 1.006 | 975 | 1.027 | 1.049 | 1.066 | 1.144 | 1.242 | 1.173 |
| Outros Ptivos Circulantes | 1.159 | 1.259 | 1.076 | 1.063 | 993 | 998 | 1.092 | 1.142 | 1.020 |
| Impostos a Pagar | 16 | 30 | 57 | 41 | 50 | 5 | 108 | 36 | 20 |
| Passivo Circulante | 2.272 | 2.433 | 2.158 | 2.131 | 2.095 | 2.128 | 2.344 | 2.445 | 2.234 |
| Endividamento de Longo Prazo | 188 | 50 | - | - | - | 1.606 | 1.246 | 1.369 | 1.332 |
| Outros Passivos de Longo Prazo | 910 | 1.081 | 1.019 | 963 | 890 | 933 | 986 | 973 | 1.141 |
| Passivo Total | 3.370 | 3.564 | 3.177 | 3.094 | 2.985 | 4.667 | 4.576 | 4.787 | 4.707 |
| Capital Social | 55 | 55 | 55 | 55 | 55 | 55 | 55 | 55 | 21 |
| Reservas Legais | 2.631 | 2.783 | 2.895 | 2.935 | 2.939 | 2.867 | 2.864 | 2.899 | - |
| Reservas | 8.646 | 9.223 | 9.947 | 10.815 | 11.767 | 12.364 | 13.259 | 14.218 | 2.797 |
| Ajustes Patrimoniais | 77 | 125 | 123 | 155 | 185 | 229 | 181 | 135 | 140 |
| Ações em Tesouraria | (6.235) | (7.912) | (8.633) | (9.069) | (10.866) | (12.760) | (13.465) | (14.245) | - |
| Passivo e Patrimônio Líquido | 8.544 | 7.838 | 7.564 | 7.985 | 7.065 | 7.422 | 7.470 | 7.849 | 7.665 |
| Receita Líquida | 15.923 | 15.763 | 14.526 | 14.197 | 14.664 | 14.549 | 15.651 | 16.148 | 16.435 |
| Custo sobre Produtos Vendidos | (10.266) | (10.071) | (9.079) | (8.473) | (8.775) | (9.275) | (9.480) | (9.855) | (10.146) |
| Resultado Bruto | 5.657 | 5.692 | 5.447 | 5.724 | 5.889 | 5.274 | 6.171 | 6.293 | 6.289 |
| Despesas Totais | (4.432) | (4.377) | (3.899) | (3.909) | (3.921) | (3.836) | (4.229) | (4.144) | (4.206) |
| Resultado Operacional | 1.225 | 1.315 | 1.548 | 1.815 | 1.968 | 1.438 | 1.942 | 2.149 | 2.083 |
| Resultado Financeiro (reversão) | (41) | (26) | (1) | (6) | 8 | (74) | (87) | (61) | (75) |
| Resultado Financeiro | 131 | 117 | 37 | 7 | 6 | 5 | 6 | 5 | 5 |
| Resultado antes de impostos | 1.315 | 1.406 | 1.584 | 1.816 | 1.982 | 1.369 | 1.861 | 2.093 | 2.013 |
| Impostos | (506) | (539) | (617) | (714) | (778) | (536) | (726) | (813) | (751) |
| Resultado Descontiuados | (31) | (34) | - | - | - | - | - | - | - |
| Resultado Líquido | 778 | 833 | 967 | 1.102 | 1.204 | 833 | 1.135 | 1.280 | 1.262 |
| Depreciação | 530 | 635 | 653 | 655 | 1.204 | 833 | 1.135 | 1.280 | 1.262 |
| Capex | 572 | 682 | 574 | 334 | 557 | 548 | 788 | 670 | 714 |

Anexo AO: Análise de Novos Entrantes – Indicadores – GAP

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| Índices de Liquidez | | | | | | | | | |
| Solvência de Caixa | 1,2 | 0,8 | 0,8 | 1,2 | 0,8 | 0,9 | 0,6 | 0,6 | 0,7 |
| Liquidez Corrente | 2,2 | 1,7 | 1,9 | 2,2 | 1,9 | 2,0 | 1,8 | 1,8 | 1,9 |
| Liquidez Seca | 1,4 | 1,0 | 1,2 | 1,5 | 1,1 | 1,3 | 1,0 | 1,0 | 1,1 |
| Liquidez Geral | 2,5 | 2,2 | 2,4 | 2,6 | 2,4 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,6 |
| Índices de Atividade e Prazos | | | | | | | | | |
| Giro do Ativo | 1,9 | 2,0 | 1,9 | 1,8 | 2,1 | 2,0 | 2,1 | 2,1 | 2,1 |
| Prazo Médio de Pagamento | 23,4 | 32,9 | 40,1 | 43,3 | 42,5 | 41,6 | 41,9 | 43,4 | 43,6 |
| Giro do Contas a Pagar | 15,6 | 11,1 | 9,1 | 8,4 | 8,6 | 8,8 | 8,7 | 8,4 | 8,4 |
| Prazo Médio de Estoques | 63,9 | 61,1 | 61,9 | 64,3 | 64,4 | 63,7 | 64,9 | 68,3 | 68,7 |
| Giro dos Estoques | 5,7 | 6,0 | 5,9 | 5,7 | 5,7 | 5,7 | 5,6 | 5,3 | 5,3 |
| Índices de Margens Financeiras | | | | | | | | | |
| Margem Bruta | 35,5% | 36,1% | 37,5% | 40,3% | 40,2% | 36,2% | 39,4% | 39,0% | 38,3% |
| Margem Operacional | 7,7% | 8,3% | 10,7% | 12,8% | 13,4% | 9,9% | 12,4% | 13,3% | 12,7% |
| Margem Líquida | 4,9% | 5,3% | 6,7% | 7,8% | 8,2% | 5,7% | 7,3% | 7,9% | 7,7% |
| Índices de Retorno | | | | | | | | | |
| Retorno sobre Ativos | 8,8% | 9,9% | 12,3% | 14,2% | 15,9% | 12,1% | 15,9% | 17,2% | 16,8% |
| Retorno sobre Patrimônio Líquido | 30,1% | 17,6% | 22,3% | 23,8% | 26,8% | 24,4% | 40,2% | 43,0% | 41,9% |
| Índices de Endividamento | | | | | | | | | |
| Endividamento Financeiro | 9,0% | 4,2% | 1,1% | - | 0,1% | 37,7% | 30,1% | 31,3% | 31,4% |
| Participação do Capital Próprio | 91,0% | 95,8% | 98,9% | 100,0% | 99,9% | 62,3% | 69,9% | 68,7% | 68,6% |
| Endividamento de Curto Prazo | 63,4% | 73,4% | - | - | - | 3,5% | - | 1,8% | 1,6% |
| Endividamento de Longo Prazo | 36,6% | 26,6% | - | - | - | 96,5% | 100,0% | 98,2% | 98,4% |
| Cobertura de Juros | (14) | (14) | (43) | (1.815) | (141) | 21 | 24 | 38 | 30 |
| Índices de Alavancagem | | | | | | | | | |
| Multiplicador do Capital Próprio | 1,7 | 1,8 | 1,7 | 1,6 | 1,7 | 2,7 | 2,6 | 2,6 | 2,6 |
| Multiplicador do Capital de Terceiros | 2,5 | 2,2 | 2,4 | 2,6 | 2,4 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,6 |
| Imobilização do Patrimônio Líquido | 1,62 | 1,31 | 1,50 | 1,86 | 1,59 | 1,09 | 1,11 | 1,11 | 1,07 |

Anexo AO: Análise de Novos Entrantes – Receita – Parte 1 – GAP

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Quantidade de Lojas | | | | | | | | | |
| GAP América do Norte | 1.293 | 1.249 | 1.193 | 1.152 | 1.111 | 1.043 | 990 | 968 | 960 |
| GAP Ásia | 168 | 173 | 173 | 178 | 184 | 193 | 191 | 228 | 266 |
| GAP Europa | <u>105</u> | <u>110</u> | <u>113</u> | <u>120</u> | <u>135</u> | <u>152</u> | <u>198</u> | <u>193</u> | <u>189</u> |
| GAP | 1.566 | 1.532 | 1.479 | 1.450 | 1.430 | 1.388 | 1.379 | 1.389 | 1.415 |
| Old Navy América do Norte | 1.012 | 1.059 | 1.067 | 1.039 | 1.027 | 1.016 | 1.010 | 1.004 | 1.013 |
| Old Navy Ásia | - | - | - | - | - | - | <u>1</u> | <u>18</u> | <u>43</u> |
| Old Navy | 1.012 | 1.059 | 1.067 | 1.039 | 1.027 | 1.016 | 1.011 | 1.022 | 1.056 |
| Banana Republic América do N | 521 | 555 | 573 | 576 | 576 | 581 | 590 | 596 | 610 |
| Banana Republic Ásia | 13 | 21 | 27 | 27 | 29 | 31 | 38 | 43 | 44 |
| Banana Republic Europa | - | - | <u>3</u> | <u>3</u> | <u>5</u> | <u>10</u> | <u>10</u> | <u>11</u> | <u>11</u> |
| Banana Republic | 534 | 576 | 603 | 606 | 610 | 622 | 638 | 650 | 665 |
| Athleta América do Norte | - | - | - | - | 1 | 10 | 35 | 65 | 101 |
| Piperlime América do Norte | - | - | - | - | - | - | 1 | 1 | 1 |
| Intermix América do Norte | - | - | - | - | - | - | <u>31</u> | <u>37</u> | <u>42</u> |
| Total de Lojas Próprias | 3.112 | 3.167 | 3.149 | 3.095 | 3.068 | 3.036 | 3.095 | 3.164 | 3.280 |
| Franquias | - | - | <u>114</u> | <u>136</u> | <u>178</u> | <u>227</u> | <u>312</u> | <u>375</u> | <u>429</u> |
| Total de Lojas | 3.112 | 3.167 | 3.263 | 3.231 | 3.246 | 3.263 | 3.407 | 3.539 | 3.709 |
| Área | | | | | | | | | |
| GAP América do Norte | 12 | 12 | 12 | 12 | 11 | 11 | 10 | 10 | 10 |
| GAP Ásia | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| GAP Europa | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>2</u> | <u>2</u> | <u>2</u> | <u>2</u> |
| GAP | 15 | 15 | 14 | 14 | 14 | 14 | 18 | 14 | 14 |
| Old Navy América do Norte | 19 | 20 | 20 | 20 | 19 | 18 | 18 | 17 | 17 |
| OLD Navy Ásia | - | - | - | - | - | - | - | <u>0</u> | <u>1</u> |
| Old Navy | 19 | 20 | 20 | 20 | 19 | 18 | 18 | 17 | 18 |
| Banana Republic América do N | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 4 | 5 | 5 |
| Banana Republic Ásia | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Banana Republic Europa | - | - | - | - | <u>0</u> | <u>0</u> | <u>0</u> | <u>0</u> | <u>0</u> |
| Banana Republic | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 4 | 5 | 5 |
| Athleta América do Norte | - | - | - | - | - | - | 0 | 0 | 0 |
| Piperlime América do Norte | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Intermix América do Norte | - | - | - | - | - | - | <u>0</u> | <u>0</u> | <u>0</u> |
| Total de Lojas Próprias | 39 | 40 | 40 | 39 | 38 | 37 | 40 | 37 | 38 |

Anexo AP: Análise de Novos Entrantes – Receita – Parte 2 – GAP

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tamanho das Lojas | | | | | | | | | |
| GAP América do Norte | 884 | 907 | 919 | 927 | 928 | 953 | 957 | 969 | 968 |
| GAP Ásia | 829 | 806 | 806 | 835 | 808 | 818 | 827 | 937 | 943 |
| GAP Europa | <u>885</u> | <u>929</u> | <u>822</u> | <u>852</u> | <u>895</u> | <u>917</u> | <u>891</u> | <u>818</u> | <u>786</u> |
| GAP | 878 | 897 | 898 | 910 | 910 | 930 | 1.186 | 943 | 939 |
| Old Navy América do Norte | 1.772 | 1.755 | 1.750 | 1.744 | 1.719 | 1.655 | 1.619 | 1.592 | 1.577 |
| OLD Navy Ásia | - | - | - | - | - | - | - | <u>1.032</u> | <u>1.512</u> |
| Old Navy | 1.772 | 1.755 | 1.750 | 1.744 | 1.719 | 1.655 | 1.617 | 1.582 | 1.575 |
| Banana Republic América do N | 802 | 787 | 794 | 790 | 790 | 784 | 614 | 779 | 777 |
| Banana Republic Ásia | 715 | 442 | 688 | 688 | 641 | 599 | 489 | 432 | 422 |
| Banana Republic Europa | - | - | - | - | <u>1.858</u> | <u>929</u> | <u>929</u> | <u>845</u> | <u>845</u> |
| Banana Republic | 800 | 774 | 786 | 782 | 792 | 777 | 612 | 758 | 754 |
| Athleta América do Norte | - | - | - | - | - | - | 531 | 429 | 368 |
| Piperlime América do Norte | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Intermix América do Norte | - | - | - | - | - | - | <u>300</u> | <u>251</u> | <u>221</u> |
| Total de Lojas Próprias | 1.155 | 1.162 | 1.165 | 1.165 | 1.157 | 1.138 | 1.192 | 1.092 | 1.079 |
| Receita Líquida | | | | | | | | | |
| Estados Unidos | 4.494 | 4.146 | 3.840 | 3.508 | 3.454 | 3.608 | 3.783 | 3.800 | 3.575 |
| Canada | 379 | 364 | 329 | 312 | 341 | 359 | 384 | 404 | 384 |
| Europa | 792 | 822 | 724 | 683 | 703 | 795 | 787 | 809 | 824 |
| Ásia | 581 | 613 | 732 | 774 | 872 | 1.031 | 1.138 | 1.165 | 1.208 |
| Outros | <u>261</u> | <u>308</u> | <u>333</u> | <u>324</u> | <u>365</u> | <u>119</u> | <u>162</u> | <u>173</u> | <u>174</u> |
| GAP Global | 6.507 | 6.253 | 5.958 | 5.601 | 5.735 | 5.912 | 6.254 | 6.351 | 6.165 |
| Estados Unidos | 6.042 | 5.776 | 4.840 | 4.949 | 4.945 | 5.234 | 5.630 | 5.698 | 5.967 |
| Canada | 442 | 461 | 392 | 386 | 427 | 440 | 473 | 482 | 500 |
| Europa | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Ásia | - | - | - | - | - | - | 9 | 77 | 149 |
| Outros | <u>345</u> | <u>428</u> | <u>475</u> | <u>473</u> | <u>533</u> | - | - | - | <u>3</u> |
| Old Navy Global | 6.829 | 6.665 | 5.707 | 5.808 | 5.905 | 5.674 | 6.112 | 6.257 | 6.619 |
| Estados Unidos | 2.251 | 2.351 | 2.221 | 2.034 | 2.084 | 2.225 | 2.386 | 2.365 | 2.405 |
| Canada | 119 | 147 | 146 | 162 | 190 | 208 | 238 | 238 | 249 |
| Europa | - | - | 23 | 24 | 36 | 68 | 83 | 82 | 93 |
| Ásia | 61 | 89 | 101 | 106 | 118 | 145 | 163 | 155 | 145 |
| Outros | <u>117</u> | <u>136</u> | <u>145</u> | <u>134</u> | <u>155</u> | <u>16</u> | <u>20</u> | <u>28</u> | <u>30</u> |
| Banana Republic Global | 2.548 | 2.723 | 2.636 | 2.460 | 2.583 | 2.662 | 2.890 | 2.868 | 2.922 |
| Estados Unidos | - | - | - | - | 441 | 301 | 395 | 668 | 725 |
| Canada | - | - | - | - | - | - | - | 4 | 4 |
| Europa | 1 | 5 | 33 | 36 | - | - | - | - | - |
| Ásia | 7 | 36 | 47 | 48 | - | - | - | - | - |
| Outros | <u>31</u> | <u>81</u> | <u>145</u> | <u>244</u> | - | - | - | - | - |
| Outras Marcas | 39 | 122 | 225 | 328 | 441 | 301 | 395 | 672 | 729 |

Anexo AQ: Análise de Novos Entrantes – Receita – Parte 3 – GAP

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Estados Unidos | 12.787 | 12.273 | 10.901 | 10.491 | 10.924 | 11.368 | 12.194 | 12.531 | 12.672 |
| Canada | 940 | 972 | 867 | 860 | 958 | 1.007 | 1.095 | 1.128 | 1.137 |
| Europa | 793 | 827 | 780 | 743 | 739 | 863 | 870 | 891 | 917 |
| Ásia | 649 | 738 | 880 | 928 | 990 | 1.176 | 1.310 | 1.397 | 1.502 |
| Outros | 754 | 953 | 1.098 | 1.175 | 1.053 | 135 | 182 | 201 | 207 |
| Total de Receita | 15.923 | 15.763 | 14.526 | 14.197 | 14.664 | 14.549 | 15.651 | 16.148 | 16.435 |
| Venda por lojas | | | | | | | | | |
| GAP América do Norte | 3.769 | 3.611 | 3.495 | 3.316 | 3.416 | 3.803 | 4.209 | 4.343 | 4.124 |
| GAP Ásia | 3.458 | 3.543 | 4.231 | 4.348 | 4.739 | 5.342 | 5.958 | 5.110 | 4.541 |
| GAP Europa | 7.543 | 7.473 | 6.407 | 5.692 | 5.207 | 5.230 | 3.975 | 4.192 | 4.360 |
| GAP | 4.155 | 4.082 | 4.028 | 3.863 | 4.010 | 4.259 | 4.535 | 4.572 | 4.357 |
| Old Navy América do Norte | 6.407 | 5.890 | 4.903 | 5.135 | 5.231 | 5.585 | 6.043 | 6.155 | 6.384 |
| Old Navy Ásia | - | - | - | - | - | - | 9.000 | 4.278 | 3.465 |
| Old Navy | 6.748 | 6.294 | 5.349 | 5.590 | 5.750 | 5.585 | 6.045 | 6.122 | 6.268 |
| Banana Republic América do N | 4.549 | 4.501 | 4.131 | 3.813 | 3.948 | 4.188 | 4.447 | 4.367 | 4.351 |
| Banana Republic Ásia | 4.692 | 4.238 | 3.741 | 3.926 | 4.069 | 4.677 | 4.289 | 3.605 | 3.295 |
| Banana Republic Europa | - | - | 7.667 | 8.000 | 7.200 | 6.800 | 8.300 | 7.455 | 8.455 |
| Banana Republic | 4.772 | 4.727 | 4.371 | 4.059 | 4.234 | 4.280 | 4.530 | 4.412 | 4.394 |
| Outros | - | - | - | - | 441.000 | 30.100 | 5.896 | 6.524 | 5.063 |
| Total de venda por loja | 5.117 | 4.977 | 4.613 | 4.587 | 4.780 | 4.792 | 5.057 | 5.104 | 5.011 |
| Receita por Metro quadrado | | | | | | | | | |
| Venda por lojas | | | | | | | | | |
| GAP América do Norte | \$ 4,26 | \$ 3,98 | \$ 3,80 | \$ 3,58 | \$ 3,68 | \$ 3,99 | \$ 4,40 | \$ 4,48 | \$ 4,26 |
| GAP Ásia | 4,17 | 4,40 | 5,25 | 5,21 | 5,87 | 6,53 | 7,21 | 5,45 | 4,82 |
| GAP Europa | 8,53 | 8,04 | 7,79 | 6,68 | 5,82 | 5,70 | 4,46 | 5,12 | 5,54 |
| GAP | 4,73 | 4,55 | 4,48 | 4,25 | 4,41 | 4,58 | 3,82 | 4,85 | 4,64 |
| Old Navy América do Norte | 3,62 | 3,36 | 2,80 | 2,94 | 3,04 | 3,37 | 3,73 | 3,87 | 4,05 |
| Old Navy Ásia | - | - | - | - | - | - | - | 4,14 | 2,29 |
| Old Navy | 3,81 | 3,59 | 3,06 | 3,21 | 3,35 | 3,37 | 3,74 | 3,87 | 3,98 |
| Banana Republic América do N | 5,67 | 5,72 | 5,20 | 4,82 | 5,00 | 5,34 | 7,24 | 5,60 | 5,60 |
| Banana Republic Ásia | 6,57 | 9,58 | 5,44 | 5,70 | 6,35 | 7,80 | 8,77 | 8,34 | 7,80 |
| Banana Republic Europa | - | - | - | - | 3,88 | 7,32 | 8,93 | 8,83 | 10,01 |
| Banana Republic | 5,96 | 6,11 | 5,56 | 5,19 | 5,35 | 5,51 | 7,41 | 5,82 | 5,82 |
| Total de venda por loja | 4,43 | 4,28 | 3,96 | 3,94 | 4,13 | 4,21 | 4,24 | 4,67 | 4,64 |

Anexo AR: Análise de Novos Entrantes – Demonstrações – H&M

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Balço Pratrmonial | | | | | | | | | |
| Caixa e equivalentes de Caixa | 18.625 | 20.964 | 22.726 | 22.025 | 24.858 | 21.277 | 17.143 | 17.224 | 16.693 |
| Estoques | 7.220 | 7.969 | 8.500 | 10.240 | 11.487 | 13.819 | 15.213 | 16.695 | 19.403 |
| Cientes | 885 | 1.122 | 1.991 | 1.990 | 2.258 | 2.337 | 2.207 | 3.107 | 3.659 |
| Outros Ativos Circulantes | 249 | 356 | 1.206 | 889 | 1.453 | 1.375 | 1.533 | 907 | 1.470 |
| Despesas Pré Pagas | <u>563</u> | <u>634</u> | <u>948</u> | <u>937</u> | <u>876</u> | <u>1.110</u> | <u>1.136</u> | <u>1.255</u> | <u>1.516</u> |
| Ativo Circulante | 27.542 | 31.045 | 35.371 | 36.081 | 40.932 | 39.918 | 37.232 | 39.188 | 42.741 |
| Outros Ativos de Longo Prazo | 257 | 1.136 | 1.775 | 1.797 | 1.583 | 1.842 | 2.252 | 2.026 | 2.946 |
| Intangível | 222 | 266 | 1.656 | 1.674 | 1.198 | 1.035 | 1.558 | 2.276 | 2.962 |
| Imobilizado | <u>7.554</u> | <u>9.287</u> | <u>12.441</u> | <u>14.811</u> | <u>15.469</u> | <u>17.393</u> | <u>19.131</u> | <u>22.186</u> | <u>26.948</u> |
| Ativo Total | 35.575 | 41.734 | 51.243 | 54.363 | 59.182 | 60.188 | 60.173 | 65.676 | 75.597 |
| Forneedores | 1.942 | 2.483 | 3.658 | 3.667 | 3.965 | 4.307 | 4.234 | 4.870 | 5.520 |
| Impostos a Pagar | 1.224 | 2.036 | 1.279 | 439 | 2.304 | 1.851 | - | 797 | 1.154 |
| Outros Ptivos Circulantes | 1.560 | 1.468 | 3.255 | 2.531 | 2.202 | 2.428 | 2.765 | 3.360 | 2.947 |
| Receitas Pré Pagas | <u>2.270</u> | <u>2.847</u> | <u>3.687</u> | <u>4.453</u> | <u>5.376</u> | <u>6.171</u> | <u>7.011</u> | <u>8.370</u> | <u>10.682</u> |
| Passivo Circulante | 6.996 | 8.834 | 11.879 | 11.090 | 13.847 | 14.757 | 14.010 | 17.397 | 20.303 |
| Plano de Pensão | 130 | 156 | 228 | 254 | 257 | 377 | 377 | 309 | 451 |
| Outras Provisões | - | - | 368 | 368 | - | - | - | - | - |
| Impostos Diferidos | <u>650</u> | <u>651</u> | <u>1.818</u> | <u>2.038</u> | <u>906</u> | <u>950</u> | <u>1.951</u> | <u>2.722</u> | <u>3.287</u> |
| Passivo Total | 7.776 | 9.641 | 14.293 | 13.750 | 15.010 | 16.084 | 16.338 | 20.428 | 24.041 |
| Capital Social | 207 | 207 | 207 | 207 | 207 | 207 | 207 | 207 | 207 |
| Reservas | 22 | 263 | 1.410 | 1.514 | (369) | (487) | (1.900) | (1.916) | 204 |
| Lucros Retidos | <u>27.550</u> | <u>31.623</u> | <u>35.333</u> | <u>38.892</u> | <u>44.334</u> | <u>44.384</u> | <u>45.528</u> | <u>46.957</u> | <u>51.145</u> |
| Passivo e Patrimônio Líquido | 35.555 | 41.734 | 51.243 | 54.363 | 59.182 | 60.188 | 60.173 | 65.676 | 75.597 |
| Receita Bruta | 80.080 | 92.123 | 104.041 | 118.697 | 126.966 | 128.810 | 140.948 | 150.090 | 176.367 |
| Receita Líquida | 68.400 | 78.346 | 88.531 | 101.393 | 108.483 | 109.999 | 120.799 | 128.562 | 151.419 |
| Custo sobre Produtos Vendidos | <u>(27.736)</u> | <u>(30.499)</u> | <u>(34.064)</u> | <u>(38.919)</u> | <u>(40.214)</u> | <u>(43.852)</u> | <u>(48.928)</u> | <u>(52.537)</u> | <u>(62.367)</u> |
| Resultado Bruto | 40.664 | 47.847 | 54.467 | 62.474 | 68.269 | 66.147 | 71.871 | 76.025 | 89.052 |
| Despesas com Vendas | (23.971) | (27.687) | (32.185) | (38.224) | (40.751) | (42.517) | (46.608) | (49.944) | (58.525) |
| Despesas Gerais e Administrativas | <u>(1.395)</u> | <u>(1.778)</u> | <u>(2.145)</u> | <u>(2.606)</u> | <u>(2.859)</u> | <u>(3.251)</u> | <u>(3.509)</u> | <u>(3.991)</u> | <u>(4.944)</u> |
| Resultado Operacional | 15.298 | 18.382 | 20.137 | 21.644 | 24.659 | 20.379 | 21.754 | 22.090 | 25.583 |
| Receita Financeira | 515 | 793 | 1.060 | 467 | 356 | 568 | 536 | 367 | 328 |
| Despesas Financeira | <u>(5)</u> | <u>(5)</u> | <u>(8)</u> | <u>(8)</u> | <u>(7)</u> | <u>(5)</u> | <u>(5)</u> | <u>(9)</u> | <u>(16)</u> |
| Resultado antes de impostos | 15.808 | 19.170 | 21.189 | 22.103 | 25.008 | 20.942 | 22.285 | 22.448 | 25.895 |
| Impostos | <u>(5.011)</u> | <u>(5.582)</u> | <u>(5.896)</u> | <u>(5.719)</u> | <u>(6.327)</u> | <u>(5.121)</u> | <u>(5.418)</u> | <u>(5.355)</u> | <u>(5.919)</u> |
| Resultado Líquido | 10.797 | 13.588 | 15.293 | 16.384 | 18.681 | 15.821 | 16.867 | 17.093 | 19.976 |
| Depreciação | 1.624 | 1.814 | 2.202 | 2.830 | 3.061 | 3.262 | 3.705 | 4.191 | 5.045 |
| Capex | 1.988 | 3.608 | 5.193 | 5.686 | 4.959 | 5.174 | 6.827 | 8.027 | 9.391 |

Anexo AS: Análise de Novos Entrantes – Indicadores – H&M

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Índices de Liquidez | | | | | | | | | |
| Solvência de Caixa | 2,66 | 2,37 | 1,91 | 1,99 | 1,80 | 1,44 | 1,22 | 0,99 | 0,82 |
| Liquidez Corrente | 3,94 | 3,51 | 2,98 | 3,25 | 2,96 | 2,71 | 2,66 | 2,25 | 2,11 |
| Liquidez Seca | 2,90 | 2,61 | 2,26 | 2,33 | 2,13 | 1,77 | 1,57 | 1,29 | 1,15 |
| Liquidez Geral | 4,57 | 4,33 | 3,59 | 3,95 | 3,94 | 3,74 | 3,68 | 3,21 | 3,14 |
| Indicadores de Atividade e Prazos | | | | | | | | | |
| Giro do Ativo | 1,9 | 1,9 | 1,7 | 1,9 | 1,8 | 1,8 | 2,0 | 2,0 | 2,0 |
| Prazo Médio de Recebimento | 5 | 5 | 6 | 7 | 7 | 8 | 7 | 8 | 8 |
| Giro do Contas a Receber | 77,3 | 78,1 | 56,9 | 50,9 | 51,1 | 47,9 | 53,2 | 48,4 | 44,8 |
| Prazo Médio de Pagamento | 20 | 26 | 32 | 33 | 34 | 33 | 31 | 31 | 29 |
| Giro do Contas a Pagar | 18,0 | 14,1 | 11,3 | 11,1 | 10,9 | 11,2 | 11,8 | 11,9 | 12,5 |
| Prazo Médio de Estoques | 95 | 91 | 88 | 88 | 99 | 105 | 108 | 111 | 106 |
| Giro dos Estoques | 3,8 | 4,0 | 4,1 | 4,2 | 3,7 | 3,5 | 3,4 | 3,3 | 3,5 |
| Indicadores de Margens Financeiras | | | | | | | | | |
| Margem Bruta | 59,5% | 61,1% | 61,5% | 61,6% | 62,9% | 60,1% | 59,5% | 59,1% | 58,8% |
| Margem Operacional | 22,4% | 23,5% | 22,7% | 21,3% | 22,7% | 18,5% | 18,0% | 17,2% | 16,9% |
| Margem Líquida | 15,8% | 17,3% | 17,3% | 16,2% | 17,2% | 14,4% | 14,0% | 13,3% | 13,2% |
| Indicadores de Retorno | | | | | | | | | |
| Retorno sobre Ativos | 29,4% | 33,7% | 31,3% | 30,4% | 32,4% | 25,8% | 27,4% | 26,7% | 27,9% |
| Retorno sobre Patrimônio Líquido | 38,9% | 45,4% | 44,3% | 42,2% | 44,1% | 35,8% | 38,4% | 38,4% | 41,3% |
| Indicadores de Endividamento | | | | | | | | | |
| Endividamento Financeiro | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Participação do Capital Próprio | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Endividamento de Curto Prazo | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Endividamento de Longo Prazo | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Cobertura de Juros | (30) | (23) | (19) | (47) | (71) | (36) | (41) | (62) | (82) |
| Indicadores de Alavancagem | | | | | | | | | |
| Multiplicador do Capital Próprio | 1,3 | 1,3 | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 1,4 | 1,4 | 1,5 | 1,5 |
| Multiplicador do Capital de Terceiros | 4,6 | 4,3 | 3,6 | 4,0 | 3,9 | 3,7 | 3,7 | 3,2 | 3,1 |
| Imobilização do Patrimônio Líquido | 3,6 | 3,4 | 2,6 | 2,5 | 2,7 | 2,4 | 2,1 | 1,8 | 1,7 |

Anexo AT: Análise de Novos Entrantes – Receita – Parte 1 – H&M

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Quantidade de Lojas | | | | | | | | | |
| H&M | | | | | 2.104 | 2.352 | 2.628 | 2.936 | 3.261 |
| COS | | | | | 35 | 45 | 64 | 85 | 114 |
| Monki | | | | | 48 | 52 | 59 | 79 | 92 |
| Weekday | | | | | 18 | 19 | 21 | 21 | 22 |
| Outras Lojas | | | | | - | - | - | 8 | 17 |
| Cheap Monday | | | | | <u>1</u> | <u>4</u> | <u>4</u> | <u>3</u> | <u>5</u> |
| Total de lojas | 1.345 | 1.522 | 1.738 | 1.988 | 2.206 | 2.472 | 2.776 | 3.132 | 3.511 |
| Suécia | 123 | 124 | 150 | 161 | 168 | 173 | 177 | 177 | 176 |
| Noruega | 79 | 82 | 85 | 92 | 101 | 104 | 111 | 114 | 118 |
| Dinamarca | 58 | 65 | 69 | 77 | 87 | 90 | 94 | 97 | 99 |
| Reino Unido | 112 | 129 | 146 | 167 | 192 | 213 | 226 | 245 | 253 |
| Suíça | 56 | 60 | 66 | 73 | 75 | 80 | 82 | 87 | 93 |
| Alemanha | 303 | 319 | 339 | 362 | 377 | 394 | 406 | 418 | 440 |
| Holanda | 81 | 89 | 96 | 103 | 112 | 118 | 124 | 130 | 135 |
| Bélgica | 50 | 54 | 55 | 61 | 64 | 66 | 70 | 73 | 78 |
| Austria | 54 | 58 | 60 | 63 | 66 | 66 | 68 | 72 | 73 |
| Luxemburgo | 7 | 8 | 9 | 9 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Finlândia | 33 | 34 | 36 | 38 | 43 | 47 | 53 | 58 | 60 |
| França | 85 | 98 | 114 | 135 | 151 | 168 | 182 | 197 | 205 |
| Estados Unidos | 114 | 145 | 169 | 189 | 208 | 233 | 269 | 305 | 356 |
| Espanha | 68 | 79 | 99 | 114 | 122 | 132 | 146 | 156 | 159 |
| Polônia | 35 | 42 | 53 | 65 | 76 | 89 | 103 | 122 | 140 |
| República Tcheca | 13 | 14 | 16 | 19 | 22 | 24 | 31 | 38 | 43 |
| Portugal | 14 | 15 | 17 | 20 | 21 | 23 | 23 | 27 | 30 |
| Itália | 18 | 31 | 46 | 64 | 72 | 87 | 104 | 116 | 132 |
| Canada | 26 | 35 | 43 | 52 | 55 | 58 | 61 | 66 | 72 |
| Eslovênia | 3 | 6 | 9 | 10 | 11 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| Irlanda | 5 | 7 | 9 | 11 | 12 | 15 | 16 | 19 | 20 |
| Hungria | 4 | 6 | 8 | 10 | 15 | 20 | 26 | 33 | 35 |
| Eslováquia | - | 2 | 3 | 4 | 7 | 10 | 13 | 13 | 15 |
| Grécia | - | 3 | 8 | 15 | 18 | 22 | 25 | 27 | 30 |
| China | - | 7 | 13 | 27 | 47 | 82 | 134 | 205 | 291 |
| Japão | - | - | 2 | 6 | 10 | 15 | 22 | 39 | 51 |
| Rússia | - | - | - | 5 | 11 | 19 | 37 | 51 | 71 |
| Coréia do Sul | - | - | - | - | 2 | 6 | 11 | 16 | 22 |
| Turquia | - | - | - | - | 1 | 8 | 11 | 20 | 30 |
| Romênia | - | - | - | - | - | 11 | 19 | 28 | 38 |
| Croácia | - | - | - | - | - | 6 | 11 | 13 | 14 |
| Singapura | - | - | - | - | - | 1 | 2 | 6 | 10 |
| Bulgária | - | - | - | - | - | - | 4 | 11 | 16 |
| Latvia | - | - | - | - | - | - | 2 | 3 | 6 |
| Malasia | - | - | - | - | - | - | 2 | 7 | 18 |
| México | - | - | - | - | - | - | 1 | 3 | 6 |
| Chile | - | - | - | - | - | - | - | 1 | 1 |
| Lituânia | - | - | - | - | - | - | - | 2 | 6 |
| Sérvia | - | - | - | - | - | - | - | 2 | 5 |
| Estônia | - | - | - | - | - | - | - | 3 | 6 |
| Austrália | - | - | - | - | - | - | - | - | 3 |
| Filipinas | - | - | - | - | - | - | - | - | 3 |
| Franquias | <u>4</u> | <u>10</u> | <u>18</u> | <u>36</u> | <u>50</u> | <u>70</u> | <u>88</u> | <u>110</u> | <u>130</u> |
| Total de Lojas | 1.345 | 1.522 | 1.738 | 1.988 | 2.206 | 2.472 | 2.776 | 3.132 | 3.511 |

Anexo AU: Análise de Novos Entrantes – Receita – Parte 2 – H&M

| | | | | | | | | | |
|-------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Suécia | 6.690 | 7.228 | 7.444 | 7.881 | 8.365 | 8.318 | 8.225 | 8.257 | 8.923 |
| Noruega | 4.840 | 5.155 | 5.290 | 5.598 | 5.858 | 5.397 | 5.615 | 5.535 | 5.650 |
| Dinamarca | 3.293 | 3.746 | 3.867 | 4.254 | 4.358 | 4.195 | 4.297 | 4.612 | 5.105 |
| Reino Unido | 6.769 | 7.320 | 7.337 | 7.564 | 8.392 | 9.227 | 10.413 | 10.256 | 12.993 |
| Suíça | 4.045 | 4.206 | 4.879 | 6.042 | 6.122 | 5.995 | 5.821 | 5.516 | 5.951 |
| Alemanha | 20.181 | 22.150 | 25.487 | 30.069 | 30.628 | 29.721 | 30.303 | 31.140 | 34.950 |
| Holanda | 4.990 | 6.147 | 6.793 | 7.402 | 7.387 | 6.995 | 6.688 | 6.750 | 7.320 |
| Bélgica | 2.776 | 2.836 | 3.122 | 3.502 | 3.345 | 3.157 | 3.308 | 3.445 | 3.903 |
| Austria | 4.286 | 4.543 | 5.020 | 5.503 | 5.255 | 4.793 | 4.782 | 4.821 | 5.165 |
| Luxemburgo | 310 | 331 | 351 | 411 | 406 | 385 | 374 | 386 | 418 |
| Finlândia | 1.988 | 2.247 | 2.450 | 2.543 | 2.567 | 2.379 | 2.429 | 2.529 | 2.688 |
| França | 5.943 | 6.972 | 7.988 | 8.455 | 9.140 | 9.336 | 9.976 | 10.636 | 12.321 |
| Estados Unidos | 5.109 | 5.816 | 6.513 | 7.487 | 8.916 | 9.691 | 12.550 | 13.675 | 17.728 |
| Espanha | 3.845 | 5.114 | 5.778 | 6.285 | 6.109 | 5.828 | 5.807 | 6.011 | 6.748 |
| Polónia | 1.208 | 1.776 | 2.508 | 2.466 | 2.668 | 2.747 | 2.947 | 3.193 | 3.735 |
| República Tcheca | 513 | 610 | 670 | 667 | 707 | 722 | 769 | 834 | 969 |
| Portugal | 425 | 672 | 764 | 928 | 937 | 899 | 862 | 918 | 1.055 |
| Itália | 996 | 1.742 | 2.675 | 3.616 | 4.331 | 4.410 | 4.861 | 5.490 | 7.140 |
| Canada | 1.027 | 1.449 | 1.812 | 2.190 | 2.713 | 2.774 | 3.125 | 3.024 | 3.116 |
| Eslovênia | 354 | 485 | 594 | 615 | 568 | 500 | 485 | 468 | 496 |
| Irlanda | 327 | 418 | 488 | 557 | 517 | 514 | 581 | 616 | 811 |
| Hungria | 93 | 197 | 304 | 306 | 387 | 496 | 622 | 792 | 1.055 |
| Eslováquia | - | 81 | 137 | 187 | 225 | 254 | 339 | 373 | 436 |
| Grécia | - | 141 | 301 | 480 | 646 | 764 | 841 | 981 | 1.327 |
| China | - | 482 | 881 | 1.614 | 2.527 | 3.598 | 5.411 | 6.655 | 9.043 |
| Japão | - | - | 198 | 1.111 | 1.794 | 1.549 | 2.504 | 2.945 | 3.356 |
| Rússia | - | - | - | 373 | 916 | 1.512 | 2.122 | 2.566 | 3.058 |
| Coréia do Sul | - | - | - | - | 255 | 410 | 594 | 810 | 990 |
| Turquia | - | - | - | - | 28 | 309 | 443 | 721 | 1.325 |
| Romênia | - | - | - | - | - | 331 | 635 | 893 | 1.281 |
| Croácia | - | - | - | - | - | 264 | 608 | 704 | 773 |
| Singapura | - | - | - | - | - | 111 | 409 | 613 | 794 |
| Bulgária | - | - | - | - | - | - | 121 | 264 | 289 |
| Latvia | - | - | - | - | - | - | 36 | 130 | 245 |
| Malásia | - | - | - | - | - | - | 84 | 379 | 677 |
| México | - | - | - | - | - | - | 47 | 325 | 598 |
| Chile | - | - | - | - | - | - | - | 276 | 350 |
| Lituânia | - | - | - | - | - | - | - | 44 | 216 |
| Sérvia | - | - | - | - | - | - | - | 70 | 245 |
| Estônia | - | - | - | - | - | - | - | 43 | 223 |
| Austrália | - | - | - | - | - | - | - | - | 458 |
| Filipinas | - | - | - | - | - | - | - | - | 49 |
| Franquias | <u>72</u> | <u>259</u> | <u>390</u> | <u>591</u> | <u>899</u> | <u>1.229</u> | <u>1.914</u> | <u>2.394</u> | <u>2.394</u> |
| Total de Receitas | 80.080 | 92.123 | 104.041 | 118.697 | 126.966 | 128.810 | 140.948 | 150.090 | 176.367 |

Anexo AV: Análise de Novos Entrantes – Receita – Parte 3 – H&M

| Receita por Lojas | | | | | | | | | |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Suécia | 54 | 58 | 50 | 49 | 50 | 48 | 46 | 47 | 51 |
| Noruega | 61 | 63 | 62 | 61 | 58 | 52 | 51 | 49 | 48 |
| Dinamarca | 57 | 58 | 56 | 55 | 50 | 47 | 46 | 48 | 52 |
| Reino Unido | 60 | 57 | 50 | 45 | 44 | 43 | 46 | 42 | 51 |
| Suíça | 72 | 70 | 74 | 83 | 82 | 75 | 71 | 63 | 64 |
| Alemanha | 67 | 69 | 75 | 83 | 81 | 75 | 75 | 74 | 79 |
| Holanda | 62 | 69 | 71 | 72 | 66 | 59 | 54 | 52 | 54 |
| Bélgica | 56 | 53 | 57 | 57 | 52 | 48 | 47 | 47 | 50 |
| Austria | 79 | 78 | 84 | 87 | 80 | 73 | 70 | 67 | 71 |
| Luxemburgo | 44 | 41 | 39 | 46 | 41 | 39 | 37 | 39 | 42 |
| Finlândia | 60 | 66 | 68 | 67 | 60 | 51 | 46 | 44 | 45 |
| França | 70 | 71 | 70 | 63 | 61 | 56 | 55 | 54 | 60 |
| Estados Unidos | 45 | 40 | 39 | 40 | 43 | 42 | 47 | 45 | 50 |
| Espanha | 57 | 65 | 58 | 55 | 50 | 44 | 40 | 39 | 42 |
| Polônia | 35 | 42 | 47 | 38 | 35 | 31 | 29 | 26 | 27 |
| República Tcheca | 39 | 44 | 42 | 35 | 32 | 30 | 25 | 22 | 23 |
| Portugal | 30 | 45 | 45 | 46 | 45 | 39 | 37 | 34 | 35 |
| Itália | 55 | 56 | 58 | 57 | 60 | 51 | 47 | 47 | 54 |
| Canadá | 40 | 41 | 42 | 42 | 49 | 48 | 51 | 46 | 43 |
| Eslovênia | 118 | 81 | 66 | 62 | 52 | 42 | 40 | 39 | 41 |
| Irlanda | 65 | 60 | 54 | 51 | 43 | 34 | 36 | 32 | 41 |
| Hungria | 23 | 33 | 38 | 31 | 26 | 25 | 24 | 24 | 30 |
| Eslováquia | - | 41 | 46 | 47 | 32 | 25 | 26 | 29 | 29 |
| Grécia | - | 47 | 38 | 32 | 36 | 35 | 34 | 36 | 44 |
| China | - | 69 | 68 | 60 | 54 | 44 | 40 | 32 | 31 |
| Japão | - | - | 99 | 185 | 179 | 103 | 114 | 76 | 66 |
| Rússia | - | - | - | 75 | 83 | 80 | 57 | 50 | 43 |
| Coréia do Sul | - | - | - | - | 128 | 68 | 54 | 51 | 45 |
| Turquia | - | - | - | - | 28 | 39 | 40 | 36 | 44 |
| Romênia | - | - | - | - | - | 30 | 33 | 32 | 34 |
| Croácia | - | - | - | - | - | 44 | 55 | 54 | 55 |
| Singapura | - | - | - | - | - | 111 | 205 | 102 | 79 |
| Bulgária | - | - | - | - | - | - | 30 | 24 | 18 |
| Latvia | - | - | - | - | - | - | 18 | 43 | 41 |
| Malásia | - | - | - | - | - | - | 42 | 54 | 38 |
| México | - | - | - | - | - | - | 47 | 108 | 100 |
| Chile | - | - | - | - | - | - | - | 276 | 350 |
| Lituânia | - | - | - | - | - | - | - | 22 | 36 |
| Sérvia | - | - | - | - | - | - | - | 35 | 49 |
| Estônia | - | - | - | - | - | - | - | 14 | 37 |
| Austrália | - | - | - | - | - | - | - | - | 153 |
| Filipinas | - | - | - | - | - | - | - | - | 16 |
| Franquias | <u>18</u> | <u>26</u> | <u>22</u> | <u>16</u> | <u>18</u> | <u>18</u> | <u>22</u> | <u>22</u> | <u>18</u> |
| Total de Receitas | 60 | 61 | 60 | 60 | 58 | 52 | 51 | 48 | 50 |

Anexo AV: Análise de Novos Entrantes – Receita – Parte 4 – H&M

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Receita Bruta - R\$ | | | | | | | | | |
| Europa | | 24.242 | 26.159 | 27.551 | 26.861 | 28.218 | 32.990 | 39.462 | 46.938 |
| Ásia | | 139 | 299 | 710 | 1.119 | 1.461 | 2.598 | 3.781 | 5.115 |
| Am. Do Norte | | 2.094 | 2.311 | 2.522 | 2.843 | 3.214 | 4.537 | 5.646 | 7.356 |
| Am. Do Sul | | - | - | - | - | - | - | 92 | 120 |
| Oceânia | | - | - | - | - | - | - | - | 157 |
| Franquias | | 75 | 108 | 154 | 220 | 317 | 552 | 794 | 821 |
| Receita Bruta | | 26.550 | 28.878 | 30.937 | 31.043 | 33.210 | 40.678 | 49.774 | 60.508 |
| Quantidade de Lojas | | | | | | | | | |
| Europa | | 1.325 | 1.493 | 1.678 | 1.834 | 2.007 | 2.186 | 2.374 | 2.551 |
| Ásia | | 7 | 15 | 33 | 59 | 104 | 171 | 273 | 392 |
| Am. Do Norte | | 180 | 212 | 241 | 263 | 291 | 331 | 374 | 434 |
| Am. Do Sul | | - | - | - | - | - | - | 1 | 1 |
| Oceânia | | - | - | - | - | - | - | - | 3 |
| Franquias | | 10 | 18 | 36 | 50 | 70 | 88 | 110 | 130 |
| Total | | 1.522 | 1.738 | 1.988 | 2.206 | 2.472 | 2.776 | 3.132 | 3.511 |
| Receita Bruta por Loja | | | | | | | | | |
| Europa | | 18 | 18 | 16 | 15 | 14 | 15 | 17 | 18 |
| Ásia | | 20 | 20 | 22 | 19 | 14 | 15 | 14 | 13 |
| Am. Do Norte | | 12 | 11 | 10 | 11 | 11 | 14 | 15 | 17 |
| Am. Do Sul | | - | - | - | - | - | - | 92 | 120 |
| Oceânia | | - | - | - | - | - | - | - | 52 |
| Franquias | | 7 | 6 | 4 | 4 | 5 | 6 | 7 | 6 |
| Total | | 17 | 17 | 16 | 14 | 13 | 15 | 16 | 17 |

Anexo AU: Análise de Fornecedores –Demonstrações– Capricórnio

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------|------|------|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Ativo | | | | | | | | | |
| Caixa | | | | 43 | 51 | 63 | 43 | 34 | 34 |
| Contas a Receber | | | | 90 | 65 | 99 | 102 | 116 | 116 |
| Estoques | | | | 34 | 70 | 68 | 69 | 85 | 130 |
| Impostos a Recuperar | | | | 13 | 24 | 17 | 15 | 18 | 20 |
| Despesas Antecipadas | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0 |
| Outros Ativos Circulantes | | | | 6 | 14 | 5 | 16 | 13 | 25 |
| Ativo Circulante | - | - | - | 187 | 225 | 253 | 245 | 268 | 325 |
| Partes Relacionadas | | | | 3 | 15 | 19 | 24 | 30 | 5 |
| Outros Créditos | | | | 8 | 3 | 6 | 11 | 8 | 11 |
| Investimentos | | | | 3 | 3 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| Imobilizado | | | | 35 | 67 | 73 | 83 | 105 | 95 |
| Intangível | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| Ativo Total | - | - | - | 236 | 313 | 357 | 363 | 411 | 436 |
| Passivo | | | | | | | | | |
| Empréstimos e Financiamentos | | | | 24 | 47 | 91 | 63 | 88 | 119 |
| Fornecedores | | | | 24 | 25 | 16 | 16 | 19 | 35 |
| Impostos e Taxas a Recolher | | | | 2 | 3 | 2 | 2 | 2 | 4 |
| Salários e Encargos Sociais | | | | 1 | 1 | 2 | 3 | 1 | 2 |
| Outras Contas a Pagar | | | | 2 | 1 | 0 | 5 | 2 | 2 |
| IR e CSLL | | | | 38 | 26 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| Passivo Circulante | - | - | - | 91 | 103 | 115 | 92 | 115 | 165 |
| Empréstimos e Financiamentos | | | | 12 | 49 | 59 | 70 | 69 | 26 |
| Fornecedores | | | | 4 | 8 | 6 | 7 | 2 | 2 |
| Provisões diversas | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | - | 4 |
| Partes relacionadas | | | | - | - | 24 | 4 | 20 | 11 |
| Parcelamentos tributários | | | | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 5 |
| Passivo Total | - | - | - | 108 | 161 | 205 | 175 | 206 | 214 |
| Capital Social | | | | 60 | 80 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| Reservas de capital | | | | 22 | 35 | 22 | 32 | 39 | 65 |
| Reservas de lucro | | | | 47 | 37 | 50 | 60 | 66 | 40 |
| Não controladores | | | | - | - | - | 17 | 19 | 38 |
| Patrimônio Líquido + Passivos | - | - | - | 236 | 313 | 357 | 363 | 411 | 436 |
| DRE | | | | | | | | | |
| Receita Líquida | | | | 200 | 257 | 321 | 391 | 333 | 454 |
| Custo de Produtos Vendidos | | | | (141) | (178) | (247) | (288) | (223) | (286) |
| Resultado Bruto | - | - | - | 60 | 79 | 74 | 103 | 110 | 168 |
| Despesas com Vendas e G&A | | | | (27) | (42) | (47) | (60) | (53) | (77) |
| Outras receitas/despesas | | | | 10 | 6 | 11 | (4) | (2) | (18) |
| Resultado Operacional | - | - | - | 42 | 43 | 38 | 39 | 55 | 73 |
| Receita Financeira | | | | 8 | 8 | 10 | 10 | 9 | 9 |
| Despesas Financeira | | | | (13) | (17) | (28) | (23) | (25) | (31) |
| Resultado antes de IR e CSLL | - | - | - | 38 | 34 | 20 | 25 | 39 | 51 |
| Corrente | | | | (13) | (11) | (4) | (3) | (6) | (6) |
| Reversão de JCP | | | | 9 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| Participação de ã controladores | | | | - | - | - | (11) | (13) | (18) |
| Resultado Líquido | - | - | - | 33 | 31 | 23 | 19 | 28 | 36 |
| Outras Contas | | | | | | | | | |
| Depreciação | | | | 4 | 6 | 4 | 8 | 12 | 19 |
| Capex | | | | 26 | 37 | 12 | 7 | 34 | 9 |
| Compras | | | | (141) | (142) | (249) | (287) | (207) | (241) |
| Dívida Bruta | - | - | - | 36 | 96 | 150 | 133 | 157 | 145 |
| Dívida Líquida | - | - | - | (8) | 45 | 87 | 90 | 123 | 111 |

Anexo AV: Análise de Fornecedores – Indicadores – Capricórnio

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Indicadores de Liquidez | | | | | | | | | |
| Solvência de Caixa | | | | 0,47 | 0,49 | 0,55 | 0,47 | 0,29 | 0,21 |
| Liquidez Corrente | | | | 2,05 | 2,18 | 2,20 | 2,66 | 2,34 | 1,97 |
| Liquidez Seca | | | | 1,68 | 1,50 | 1,61 | 1,91 | 1,60 | 1,18 |
| Liquidez Geral | | | | 2,20 | 1,94 | 1,74 | 2,08 | 2,00 | 2,04 |
| Indicadores de Atividade e Prazos | | | | | | | | | |
| Giro do Ativo | | | | 1,7 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 0,9 | 1,1 |
| Prazo Médio de Recebimento | | | | 164 | 110 | 93 | 94 | 120 | 93 |
| Giro do Contas a Receber | | | | 2,2 | 3,3 | 3,9 | 3,9 | 3,1 | 3,9 |
| Prazo Médio de Pagamento | | | | 63 | 64 | 31 | 21 | 31 | 41 |
| Giro do Contas a Pagar | | | | 5,8 | 5,7 | 12,0 | 17,7 | 11,9 | 8,9 |
| Prazo Médio de Estoques | | | | 88 | 107 | 102 | 87 | 126 | 137 |
| Giro dos Estoques | | | | 4,1 | 3,4 | 3,6 | 4,2 | 2,9 | 2,7 |
| Indicadores de Margens Financeiras | | | | | | | | | |
| Margem Bruta | | | | 29,7% | 30,8% | 23,0% | 26,3% | 33,1% | 37,0% |
| Margem Operacional | | | | 21,1% | 16,6% | 11,9% | 9,9% | 16,6% | 16,1% |
| Margem Líquida | | | | 16,5% | 11,9% | 7,3% | 5,0% | 8,3% | 7,9% |
| Indicadores de Retorno | | | | | | | | | |
| Retorno sobre Ativos | | | | 23,4% | 10,5% | 8,9% | 9,4% | 12,1% | 15,3% |
| Retorno sobre Patrimônio Líquido | | | | 25,7% | 21,9% | 15,4% | 11,4% | 14,0% | 16,8% |
| Indicadores de Endividamento | | | | | | | | | |
| Endividamento Financeiro | | | | 21,7% | 38,8% | 49,7% | 41,3% | 43,4% | 39,5% |
| Participação do Capital Próprio | | | | 78,3% | 61,2% | 50,3% | 58,7% | 56,6% | 60,5% |
| Endividamento de Curto Prazo | | | | 66,2% | 49,1% | 60,4% | 47,3% | 56,3% | 81,7% |
| Endividamento de Longo Prazo | | | | 33,8% | 50,9% | 39,6% | 52,7% | 43,7% | 18,3% |
| Cobertura de Juros | | | | 9 | 5 | 2 | 3 | 3 | 3 |

Anexo AW: Análise de Fornecedores –Demonstrações– Cataguases

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ativo | | | | | | | | | |
| Caixa | | | | | | 23 | 30 | 30 | 44 |
| Contas a Receber | | | | | | 57 | 48 | 48 | 40 |
| Estoques | | | | | | 62 | 57 | 64 | 68 |
| Impostos a Recuperar | | | | | | 6 | 4 | 6 | 10 |
| Partes Relacionadas | | | | | | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Outros Ativos Circulantes | | | | | | <u>4</u> | <u>3</u> | <u>4</u> | <u>4</u> |
| Ativo Circulante | - | - | - | - | - | 151 | 141 | 153 | 166 |
| Contas a Receber | | | | | | 2 | - | - | 1 |
| Impostos a Recuperar | | | | | | 6 | 13 | 7 | 6 |
| Depósitos Judiciais | | | | | | 5 | 5 | 1 | 3 |
| Outros Créditos | | | | | | 5 | 1 | 0 | 2 |
| Investimentos | | | | | | 8 | 8 | 8 | 4 |
| Imobilizado | | | | | | 105 | 106 | 106 | 108 |
| Intangível | | | | | | <u>4</u> | <u>5</u> | <u>2</u> | <u>2</u> |
| Ativo Total | - | - | - | - | - | 286 | 278 | 277 | 291 |
| Passivo | | | | | | | | | |
| Fornecedores | | | | | | 5 | 4 | 7 | 4 |
| Salários e Encargos Sociais | | | | | | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Empréstimos e Financiamentos | | | | | | 29 | 27 | 35 | 40 |
| Outros | | | | | | <u>18</u> | <u>9</u> | <u>11</u> | <u>17</u> |
| Passivo Circulante | - | - | - | - | - | 54 | 41 | 54 | 63 |
| Empréstimos e Financiamentos | | | | | | 58 | 61 | 41 | 42 |
| Obrigações Tributárias | | | | | | 0 | 0 | 0 | 3 |
| Provisões para riscos | | | | | | 16 | 14 | 15 | 12 |
| Impostos Diverfos | | | | | | 11 | 16 | 15 | 16 |
| Outros | | | | | | <u>0</u> | <u>3</u> | <u>4</u> | <u>4</u> |
| Passivo Total | - | - | - | - | - | 140 | 135 | 129 | 140 |
| Capital Social | | | | | | 73 | 73 | 73 | 73 |
| Ajustes de Avaliação | | | | | | 32 | 29 | 27 | 23 |
| Reservas | | | | | | 41 | 41 | 48 | 56 |
| Não controladores | | | | | | <u>(0)</u> | <u>(1)</u> | <u>(1)</u> | <u>(1)</u> |
| Patrimônio Líquido + Passivos | - | - | - | - | - | 286 | 278 | 277 | 291 |
| DRE | | | | | | | | | |
| Receita Líquida | | | | | | 224 | 193 | 189 | 194 |
| Custo de Produtos Vendidos | | | | | | <u>(166)</u> | <u>(158)</u> | <u>(143)</u> | <u>(149)</u> |
| Resultado Bruto | - | - | - | - | - | 58 | 35 | 46 | 45 |
| Despesas com Vendas | | | | | | (24) | (23) | (23) | (24) |
| Despesas G&A | | | | | | (13) | (11) | (12) | (13) |
| Outras receitas/despesas | | | | | | <u>(8)</u> | <u>3</u> | <u>(5)</u> | <u>3</u> |
| Resultado Operacional | - | - | - | - | - | 13 | 5 | 6 | 11 |
| Receita Financeira | | | | | | 28 | 26 | 26 | 25 |
| Despesas Financeira | | | | | | <u>(24)</u> | <u>(23)</u> | <u>(22)</u> | <u>(22)</u> |
| Resultado antes de IR e CSLL | - | - | - | - | - | 17 | 8 | 9 | 14 |
| Corrente | | | | | | (5) | 0 | (1) | (0) |
| Diferido | | | | | | 3 | (2) | (0) | (3) |
| Descontuadas | | | | | | (1) | (1) | (0) | (0) |
| Participação de ã controladores | | | | | | <u>-</u> | <u>-</u> | <u>-</u> | <u>-</u> |
| Resultado Líquido | - | - | - | - | - | 14 | 5 | 7 | 11 |
| Outras Contas | | | | | | | | | |
| Depreciação | | | | | | 7 | 7 | 8 | 8 |
| Capex | | | | | | 20 | 7 | 8 | 9 |
| Compras | | | | - | - | (166) | (163) | (135) | (146) |
| Dívida Bruta | - | - | - | - | - | 87 | 89 | 76 | 82 |
| Dívida Líquida | - | - | - | - | - | 65 | 59 | 46 | 39 |

Anexo AX: Análise de Fornecedores – Indicadores – Cataguases

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Índices de Liquidez | | | | | | | | | |
| Solvência de Caixa | | | | | | 0,42 | 0,73 | 0,55 | 0,70 |
| Liquidez Corrente | | | | | | 2,78 | 3,47 | 2,82 | 2,66 |
| Liquidez Seca | | | | | | 1,64 | 2,08 | 1,63 | 1,57 |
| Liquidez Geral | | | | | | 2,04 | 2,06 | 2,14 | 2,08 |
| Índices de Atividade e Prazos | | | | | | | | | |
| Giro do Ativo | | | | | | 1,6 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| Prazo Médio de Recebimento | | | | | | 92 | 99 | 92 | 83 |
| Giro do Contas a Receber | | | | | | 4,0 | 3,7 | 3,9 | 4,4 |
| Prazo Médio de Pagamento | | | | | | 12 | 10 | 15 | 15 |
| Giro do Contas a Pagar | | | | | | 30,2 | 35,1 | 24,6 | 25,0 |
| Prazo Médio de Estoques | | | | | | 136 | 137 | 155 | 162 |
| Giro dos Estoques | | | | | | 2,7 | 2,7 | 2,4 | 2,3 |
| Índices de Margens Financeiras | | | | | | | | | |
| Margem Bruta | | | | | | 25,9% | 18,3% | 24,5% | 23,0% |
| Margem Operacional | | | | | | 5,8% | 2,4% | 3,0% | 5,8% |
| Margem Líquida | | | | | | 6,5% | 2,4% | 3,7% | 5,9% |
| Índices de Retorno | | | | | | | | | |
| Retorno sobre Ativos | | | | | | 8,3% | 1,2% | 1,7% | 3,2% |
| Retorno sobre Patrimônio Líquido | | | | | | 9,9% | 3,2% | 4,8% | 7,6% |
| Índices de Endividamento | | | | | | | | | |
| Endividamento Financeiro | | | | | | 37,3% | 38,3% | 33,9% | 35,2% |
| Participação do Capital Próprio | | | | | | 62,7% | 61,7% | 66,1% | 64,8% |
| Endividamento de Curto Prazo | | | | | | 33,4% | 31,0% | 46,3% | 49,0% |
| Endividamento de Longo Prazo | | | | | | 66,6% | 69,0% | 53,7% | 51,0% |
| Cobertura de Juros | | | | | | (4) | (1) | (2) | (3) |
| Índices de Alavancagem | | | | | | | | | |
| Multiplicador do Capital Próprio | | | | | | 2,0 | 1,9 | 1,9 | 1,9 |
| Multiplicador do Capital de Terceiros | | | | | | 2,0 | 2,1 | 2,1 | 2,1 |
| Imobilização do Patrimônio Líquido | | | | | | 1,2 | 1,2 | 1,3 | 1,3 |

Anexo AY: Análise de Fornecedores – Demonstrações – Cedro

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------|------|------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ativo | | | | | | | | | |
| Caixa | | | | 12 | 19 | 29 | 14 | 22 | 9 |
| Contas a Receber | | | | 99 | 121 | 104 | 107 | 122 | 122 |
| Estoques | | | | 68 | 80 | 87 | 79 | 105 | 111 |
| Impostos a Recuperar | | | | 10 | 5 | 12 | 7 | 11 | 5 |
| Despesas Antecipadas | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 |
| Outros Ativos Circulantes | | | | <u>3</u> | <u>8</u> | <u>6</u> | <u>7</u> | <u>10</u> | <u>2</u> |
| Ativo Circulante | - | - | - | 193 | 234 | 238 | 214 | 271 | 249 |
| Tributos Diferidos | | | | - | - | - | 0 | - | - |
| Outros Créditos | | | | 23 | 33 | 40 | 49 | 33 | 36 |
| Investimentos | | | | - | - | - | 3 | 3 | 3 |
| Imobilizado | | | | 307 | 330 | 357 | 358 | 382 | 393 |
| Intangível | | | | <u>8</u> | <u>6</u> | <u>5</u> | <u>4</u> | <u>3</u> | <u>2</u> |
| Ativo Total | - | - | - | 530 | 603 | 640 | 628 | 691 | 683 |
| Passivo | | | | | | | | | |
| Salários e Encargos Sociais | | | | 8 | 11 | 10 | 8 | 11 | 8 |
| Fornecedores | | | | 17 | 20 | 18 | 22 | 26 | 23 |
| Obrigações Fiscais | | | | 2 | 2 | 3 | 3 | 2 | 6 |
| Empréstimos e Financiamentos | | | | 105 | 159 | 167 | 135 | 183 | 180 |
| Outras Obrigações | | | | 2 | 2 | 2 | 3 | 2 | - |
| Provisões | | | | <u>23</u> | <u>15</u> | <u>7</u> | <u>4</u> | <u>5</u> | <u>5</u> |
| Passivo Circulante | - | - | - | 157 | 209 | 207 | 175 | 229 | 223 |
| Empréstimos e Financiamentos | | | | 46 | 62 | 92 | 98 | 98 | 108 |
| Outras Obrigações | | | | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 5 |
| Tributos Diferidos | | | | 30 | 28 | 29 | 32 | 32 | 29 |
| Provisões | | | | <u>0</u> | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>1</u> | <u>1</u> |
| Passivo Total | - | - | - | 234 | 300 | 329 | 307 | 361 | 366 |
| Capital Social | | | | 103 | 103 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| Reservas | | | | 88 | 97 | 57 | 67 | 76 | 66 |
| Ajustes | | | | 87 | 85 | 82 | 80 | 78 | 76 |
| Não controladores | | | | <u>19</u> | <u>19</u> | <u>21</u> | <u>24</u> | <u>26</u> | <u>25</u> |
| Patrimônio Líquido + Passivos | - | - | - | 530 | 603 | 640 | 628 | 691 | 683 |
| DRE | | | | | | | | | |
| Receita Líquida | | | | 358 | 494 | 527 | 505 | 584 | 564 |
| Custo de Produtos Vendidos | | | | <u>(278)</u> | <u>(392)</u> | <u>(410)</u> | <u>(409)</u> | <u>(474)</u> | <u>(485)</u> |
| Resultado Bruto | - | - | - | 80 | 103 | 118 | 96 | 110 | 79 |
| Despesas com Vendas | | | | (31) | (38) | (40) | (39) | (44) | (45) |
| Despesas G&A | | | | (20) | (26) | (27) | (30) | (28) | (24) |
| Outras receitas/despesas | | | | <u>1</u> | <u>(10)</u> | <u>(8)</u> | <u>5</u> | <u>2</u> | <u>2</u> |
| Resultado Operacional | - | - | - | 30 | 29 | 43 | 31 | 40 | 13 |
| Receita Financeira | | | | 6 | 7 | 16 | 26 | 24 | 20 |
| Despesas Financeira | | | | <u>(29)</u> | <u>(19)</u> | <u>(40)</u> | <u>(37)</u> | <u>(41)</u> | <u>(46)</u> |
| Resultado antes de IR e CSLL | - | - | - | 8 | 16 | 19 | 21 | 23 | (14) |
| Corrente | | | | (15) | (4) | (2) | (1) | (6) | (1) |
| Diferido | | | | 11 | 2 | (1) | (3) | (1) | 4 |
| Participação de ã controladores | | | | <u>(3)</u> | <u>(0)</u> | <u>(3)</u> | <u>(3)</u> | <u>(3)</u> | <u>1</u> |
| Resultado Líquido | - | - | - | 0 | 14 | 13 | 13 | 13 | (10) |

Anexo AZ: Análise de Fornecedores –Indicadores– Cedro

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Índices de Liquidez | | | | | | | | | |
| Solvência de Caixa | | | | 0,08 | 0,09 | 0,14 | 0,08 | 0,10 | 0,04 |
| Liquidez Corrente | | | | 1,23 | 1,12 | 1,15 | 1,23 | 1,18 | 1,12 |
| Liquidez Seca | | | | 0,80 | 0,74 | 0,73 | 0,77 | 0,72 | 0,62 |
| Liquidez Geral | | | | 2,26 | 2,01 | 1,94 | 2,05 | 1,91 | 1,87 |
| Índices de Atividade e Prazos | | | | | | | | | |
| Giro do Ativo | | | | 1,4 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 0,8 |
| Prazo Médio de Recebimento | | | | 101 | 81 | 78 | 76 | 71 | 79 |
| Giro do Contas a Receber | | | | 3,6 | 4,5 | 4,7 | 4,8 | 5,1 | 4,6 |
| Prazo Médio de Pagamento | | | | 23 | 16 | 16 | 18 | 18 | 18 |
| Giro do Contas a Pagar | | | | 15,8 | 22,7 | 22,1 | 20,7 | 20,6 | 20,0 |
| Prazo Médio de Estoques | | | | 90 | 69 | 74 | 74 | 71 | 82 |
| Giro dos Estoques | | | | 4,1 | 5,3 | 4,9 | 4,9 | 5,1 | 4,5 |
| Índices de Margens Financeiras | | | | | | | | | |
| Margem Bruta | | | | 22,4% | 20,8% | 22,3% | 18,9% | 18,9% | 14,1% |
| Margem Operacional | | | | 8,5% | 5,8% | 8,1% | 6,2% | 6,8% | 2,2% |
| Margem Líquida | | | | 0,1% | 2,9% | 2,4% | 2,6% | 2,2% | (1,7)% |
| Índices de Retorno | | | | | | | | | |
| Retorno sobre Ativos | | | | 4,7% | 4,7% | 5,9% | 3,9% | 4,2% | 1,4% |
| Retorno sobre Patrimônio Líquido | | | | 0,1% | 4,8% | 4,2% | 4,1% | 4,0% | (3,0)% |
| Índices de Endividamento | | | | | | | | | |
| Endividamento Financeiro | | | | 33,8% | 42,1% | 45,4% | 42,1% | 46,0% | 47,6% |
| Participação do Capital Próprio | | | | 66,2% | 57,9% | 54,6% | 57,9% | 54,0% | 52,4% |
| Endividamento de Curto Prazo | | | | 69,5% | 71,9% | 64,5% | 57,8% | 65,1% | 62,6% |
| Endividamento de Longo Prazo | | | | 30,5% | 28,1% | 35,5% | 42,2% | 34,9% | 37,4% |
| Cobertura de Juros | | | | 1 | 2 | 2 | 3 | 2 | 0 |
| Índices de Alavancagem | | | | | | | | | |
| Multiplicador do Capital Próprio | | | | 1,8 | 2,0 | 2,1 | 2,0 | 2,1 | 2,2 |
| Multiplicador do Capital de Terceiros | | | | 2,3 | 2,0 | 1,9 | 2,0 | 1,9 | 1,9 |
| Imobilização do Patrimônio Líquido | | | | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,8 |

Anexo BA: Análise de Fornecedores –Demonstrações– Santanense

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ativo | | | | | | | | | |
| Caixa | | | | | | 6 | 1 | 13 | 8 |
| Contas a Receber | | | | | | 93 | 96 | 92 | 108 |
| Estoques | | | | | | 74 | 65 | 88 | 101 |
| Adiantamento a fornecedores | | | | | | 1 | 0 | 2 | 1 |
| Impostos a Recuperar | | | | | | 2 | 2 | 3 | 3 |
| Imóveis à venda | | | | | | 12 | 3 | 3 | 3 |
| Outros Ativos Circulantes | | | | | | <u>2</u> | <u>2</u> | <u>9</u> | <u>8</u> |
| Ativo Circulante | - | - | - | - | - | 189 | 168 | 210 | 233 |
| Depósitos Judiciais | | | | | | 8 | 8 | 9 | 8 |
| Partes Relacionadas | | | | | | 0 | 0 | 1 | - |
| Outros Créditos | | | | | | 0 | 0 | 10 | 22 |
| Impostos a Recuperar | | | | | | 21 | 24 | 9 | 14 |
| Impostos Diferidos | | | | | | 7 | 7 | 6 | 6 |
| Investimentos | | | | | | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Imobilizado | | | | | | 117 | 117 | 171 | 158 |
| Intangível | | | | | | <u>0</u> | <u>0</u> | <u>0</u> | <u>0</u> |
| Ativo Total | - | - | - | - | - | 343 | 325 | 417 | 441 |
| Passivo | | | | | | | | | |
| Empréstimos e Financiamentos | | | | | | 57 | 10 | 56 | 87 |
| Fornecedores | | | | | | 21 | 12 | 15 | 18 |
| Obrigações Fiscais | | | | | | 8 | 8 | 8 | 8 |
| Impostos e taxas | | | | | | 2 | 1 | 0 | 0 |
| Dividendos a Pagar | | | | | | 4 | 6 | 6 | 1 |
| IR CSLL | | | | | | - | 1 | 0 | 0 |
| Impostos Parcelados | | | | | | | 1 | 2 | 2 |
| Outras contas a pagar | | | | | | <u>4</u> | <u>5</u> | <u>2</u> | <u>3</u> |
| Passivo Circulante | - | - | - | - | - | 96 | 41 | 89 | 119 |
| Empréstimos e Financiamentos | | | | | | 10 | 21 | 42 | 38 |
| Partes Relacionadas | | | | | | 0 | 1 | 1 | 3 |
| Impostos Parcelados | | | | | | 1 | 0 | 3 | 1 |
| Provisões | | | | | | 15 | 16 | 9 | 9 |
| Outras Obrigações | | | | | | <u>0</u> | <u>0</u> | <u>0</u> | <u>0</u> |
| Passivo Total | - | - | - | - | - | 122 | 80 | 144 | 170 |
| Capital Social | | | | | | 102 | 125 | 125 | 150 |
| Reservas | | | | | | 119 | 120 | 147 | 122 |
| Ajustes | | | | | | <u>0</u> | <u>0</u> | <u>0</u> | <u>0</u> |
| Patrimônio Líquido + Passivos | - | - | - | - | - | 343 | 325 | 417 | 441 |
| DRE | | | | | | | | | |
| Receita Líquida | | | | | | 370 | 372 | 385 | 406 |
| Custo de Produtos Vendidos | | | | | | <u>(285)</u> | <u>(274)</u> | <u>(295)</u> | <u>(339)</u> |
| Resultado Bruto | - | - | - | - | - | 85 | 97 | 90 | 67 |
| Despesas com Vendas | | | | | | (30) | (31) | (33) | (36) |
| Despesas G&A | | | | | | (20) | (21) | (22) | (25) |
| Outras receitas/despesas | | | | | | <u>(1)</u> | <u>6</u> | <u>13</u> | <u>5</u> |
| Resultado Operacional | - | - | - | - | - | 35 | 52 | 48 | 11 |
| Receita Financeira | | | | | | 3 | 2 | 6 | 4 |
| Despesas Financeira | | | | | | <u>(10)</u> | <u>(8)</u> | <u>(8)</u> | <u>(15)</u> |
| Resultado antes de IR e CSLL | - | - | - | - | - | 28 | 46 | 46 | 1 |
| Corrente | | | | | | (5) | (13) | (10) | 0 |
| Diferido | | | | | | <u>1</u> | <u>(0)</u> | <u>(1)</u> | <u>0</u> |
| Resultado Líquido | - | - | - | - | - | 24 | 32 | 35 | 1 |

Anexo BB: Análise de Fornecedores – Indicadores – Santanense

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Indicadores de Liquidez | | | | | | | | | |
| Solvência de Caixa | | | | | | 0,06 | 0,02 | 0,14 | 0,07 |
| Liquidez Corrente | | | | | | 1,96 | 4,06 | 2,35 | 1,96 |
| Liquidez Seca | | | | | | 1,19 | 2,49 | 1,36 | 1,11 |
| Liquidez Geral | | | | | | 2,82 | 4,07 | 2,89 | 2,60 |
| Indicadores de Atividade e Prazos | | | | | | | | | |
| Giro do Ativo | | | | | | 2,2 | 1,1 | 1,0 | 0,9 |
| Prazo Médio de Recebimento | | | | | | 92 | 93 | 89 | 90 |
| Giro do Contas a Receber | | | | | | 4,0 | 3,9 | 4,1 | 4,1 |
| Prazo Médio de Pagamento | | | | | | 22 | 19 | 15 | 15 |
| Giro do Contas a Pagar | | | | | | 16,5 | 19,5 | 24,9 | 23,9 |
| Prazo Médio de Estoques | | | | | | 95 | 92 | 95 | 102 |
| Giro dos Estoques | | | | | | 3,9 | 3,9 | 3,9 | 3,6 |
| Indicadores de Margens Financeiras | | | | | | | | | |
| Margem Bruta | | | | | | 22,9% | 26,2% | 23,5% | 16,5% |
| Margem Operacional | | | | | | 9,3% | 14,1% | 12,6% | 2,7% |
| Margem Líquida | | | | | | 6,6% | 8,6% | 9,2% | 0,2% |
| Indicadores de Retorno | | | | | | | | | |
| Retorno sobre Ativos | | | | | | 17,5% | 11,0% | 10,0% | 4,1% |
| Retorno sobre Patrimônio Líquido | | | | | | 11,0% | 13,7% | 13,7% | 0,4% |
| Indicadores de Endividamento | | | | | | | | | |
| Endividamento Financeiro | | | | | | 23,2% | 11,1% | 26,3% | 31,6% |
| Participação do Capital Próprio | | | | | | 76,8% | 88,9% | 73,7% | 68,4% |
| Endividamento de Curto Prazo | | | | | | 85,7% | 31,2% | 57,2% | 69,5% |
| Endividamento de Longo Prazo | | | | | | 14,3% | 68,8% | 42,8% | 30,5% |
| Cobertura de Juros | | | | | | 5 | 8 | 24 | 1 |
| Indicadores de Alavancagem | | | | | | | | | |
| Multiplicador do Capital Próprio | | | | | | 1,6 | 1,3 | 1,5 | 1,6 |
| Multiplicador do Capital de Terceiros | | | | | | 2,8 | 4,1 | 2,9 | 2,6 |
| Imobilização do Patrimônio Líquido | | | | | | 1,9 | 2,1 | 1,6 | 1,7 |

Anexo BC: Análise de Fornecedores –Demonstrações– Tavex

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ativo | | | | | | | | | |
| Caixa | | | | | 162 | 103 | 102 | 59 | 91 |
| Contas a Receber | | | | | 219 | 192 | 191 | 199 | 177 |
| Estoques | | | | | 157 | 207 | 148 | 192 | 164 |
| Impostos a Recuperar | | | | | 31 | 60 | 58 | 68 | 23 |
| Despesas antecipadas | | | | | 4 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Outros Ativos Circulantes | | | | | 14 | 9 | 11 | 12 | 22 |
| Ativo Circulante | - | - | - | - | 588 | 577 | 517 | 537 | 484 |
| Partes Relacionadas | | | | | 47 | 126 | 247 | 363 | 344 |
| Depósitos Judiciais | | | | | 10 | 11 | 12 | 11 | 9 |
| Impostos Diferidos | | | | | 101 | 77 | 29 | 44 | 0 |
| Contas a Receber | | | | | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Impostos a Recuperar | | | | | 3 | 3 | 3 | 2 | 1 |
| Outros Créditos | | | | | 2 | 2 | 1 | 1 | 2 |
| Imobilizado | | | | | 471 | 476 | 434 | 414 | 246 |
| Intangível | | | | | 19 | 21 | 24 | 23 | 15 |
| Ativo Total | - | - | - | - | 1.243 | 1.293 | 1.268 | 1.396 | 1.102 |
| Passivo | | | | | | | | | |
| Fornecedores | | | | | 98 | 136 | 112 | 127 | 92 |
| Empréstimos e Financiamentos | | | | | 279 | 352 | 559 | 724 | 220 |
| Salários e encargos | | | | | 42 | 29 | 26 | 29 | 24 |
| Impostos a Recolher | | | | | 8 | 20 | 24 | 28 | 7 |
| IR CSLL a pagar | | | | | 8 | 6 | 8 | 4 | 9 |
| Dividendos a Pagar | | | | | 0 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Partes Relacionadas | | | | | 43 | 39 | 43 | 9 | 12 |
| Outras contas a pagar | | | | | 104 | 92 | 50 | 31 | 39 |
| Passivo Circulante | - | - | - | - | 582 | 676 | 825 | 954 | 406 |
| Empréstimos e Financiamentos | | | | | 303 | 291 | 224 | 198 | 651 |
| Impostos Parcelados | | | | | - | 3 | 3 | 6 | 5 |
| Impostos Diferidos | | | | | 51 | 29 | 26 | 24 | 23 |
| Provisões | | | | | 27 | 26 | 33 | 36 | 29 |
| Outros | | | | | 1 | - | 5 | 2 | - |
| Passivo Total | - | - | - | - | 964 | 1.025 | 1.116 | 1.220 | 1.114 |
| Capital Social | | | | | 203 | 203 | 203 | 203 | 203 |
| Reservas | | | | | 57 | 67 | 23 | 23 | 23 |
| Ajustes | | | | | 12 | (8) | (27) | 3 | (22) |
| Prejuízos Acumulados | | | | | - | - | (52) | (58) | (213) |
| Participação de não controladores | | | | | 7 | 7 | 5 | 5 | (1) |
| Patrimônio Líquido + Passivos | - | - | - | - | 1.243 | 1.293 | 1.268 | 1.396 | 1.105 |
| DRE | | | | | | | | | |
| Receita Líquida | | | | | 841 | 966 | 949 | 807 | 778 |
| Custo de Produtos Vendidos | | | | | (669) | (757) | (774) | (612) | (634) |
| Resultado Bruto | - | - | - | - | 172 | 209 | 175 | 195 | 144 |
| Despesas com Vendas | | | | | (77) | (77) | (76) | (63) | (69) |
| Despesas G&A | | | | | (36) | (45) | (44) | (38) | (33) |
| Outras receitas/despesas | | | | | (26) | (16) | (33) | (20) | (14) |
| Resultado Operacional | - | - | - | - | 32 | 70 | 22 | 74 | 27 |
| Receita Financeira | | | | | 29 | 27 | 23 | 18 | 51 |
| Despesas Financeira | | | | | (56) | (69) | (80) | (128) | (132) |
| Resultado antes de IR e CSLL | - | - | - | - | 5 | 28 | (36) | (36) | (54) |
| Corrente | | | | | (15) | (7) | (13) | (5) | (11) |
| Diferido | | | | | (1) | (11) | (52) | 31 | (36) |
| Operações Descontinuadas | | | | | 0 | 0 | 3 | 2 | (58) |
| Resultado Líquido | - | - | - | - | (11) | 11 | (98) | (9) | (159) |
| Outras Contas | | | | | | | | | |
| Depreciação | | | | | 32 | 39 | 39 | 42 | 45 |
| Capex | | | | | 37 | 72 | 48 | 27 | 21 |
| Compras | | | | | (669) | (707) | (833) | (568) | (663) |
| Dívida Bruta | - | - | - | - | 582 | 642 | 783 | 922 | 871 |
| Dívida Líquida | - | - | - | - | 420 | 540 | 681 | 862 | 780 |

Anexo BD: Análise de Fornecedores –Indicadores– Tavex

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------------------|------|------|------|------|---------|-------|---------|--------|----------|
| Índices de Liquidez | | | | | | | | | |
| Solvência de Caixa | | | | | 0,28 | 0,15 | 0,12 | 0,06 | 0,22 |
| Liquidez Corrente | | | | | 1,01 | 0,85 | 0,63 | 0,56 | 1,19 |
| Liquidez Seca | | | | | 0,74 | 0,55 | 0,45 | 0,36 | 0,79 |
| Liquidez Geral | | | | | 1,29 | 1,26 | 1,14 | 1,14 | 0,99 |
| Índices de Atividade e Prazos | | | | | | | | | |
| Giro do Ativo | | | | | 1,4 | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 0,6 |
| Prazo Médio de Recebimento | | | | | 95 | 78 | 74 | 88 | 88 |
| Giro do Contas a Receber | | | | | 3,8 | 4,7 | 4,9 | 4,1 | 4,1 |
| Prazo Médio de Pagamento | | | | | 53 | 60 | 54 | 77 | 60 |
| Giro do Contas a Pagar | | | | | 6,9 | 6,1 | 6,7 | 4,8 | 6,1 |
| Prazo Médio de Estoques | | | | | 86 | 88 | 84 | 101 | 103 |
| Giro dos Estoques | | | | | 4,3 | 4,2 | 4,4 | 3,6 | 3,6 |
| Índices de Margens Financeiras | | | | | | | | | |
| Margem Bruta | | | | | 20,4% | 21,6% | 18,4% | 24,1% | 18,5% |
| Margem Operacional | | | | | 3,8% | 7,3% | 2,3% | 9,2% | 3,5% |
| Margem Líquida | | | | | (1,4)% | 1,1% | (10,4)% | (1,1)% | (20,4)% |
| Índices de Retorno | | | | | | | | | |
| Retorno sobre Ativos | | | | | (11,7)% | 2,1% | 4,7% | 1,3% | 6,4% |
| Retorno sobre Patrimônio Líquido | | | | | (4,1)% | 3,8% | (46,9)% | (5,3)% | (190,8)% |
| Índices de Endividamento | | | | | | | | | |
| Endividamento Financeiro | | | | | 67,6% | 70,6% | 83,8% | 84,0% | 101,1% |
| Participação do Capital Próprio | | | | | 32,4% | 29,4% | 16,2% | 16,0% | (1,1)% |
| Endividamento de Curto Prazo | | | | | 48,0% | 54,8% | 71,4% | 78,5% | 25,3% |
| Endividamento de Longo Prazo | | | | | 52,0% | 45,2% | 28,6% | 21,5% | 74,7% |
| Cobertura de Juros | | | | | 1 | 2 | 0 | 1 | 0 |
| Índices de Alavancagem | | | | | | | | | |
| Multiplicador do Capital Próprio | | | | | 4,5 | 4,8 | 8,4 | 7,9 | (117,2) |
| Multiplicador do Capital de Terceiros | | | | | 1,3 | 1,3 | 1,1 | 1,1 | 1,0 |
| Imobilização do Patrimônio Líquido | | | | | 0,6 | 0,5 | 0,3 | 0,4 | (0,0) |

Anexo BF: Análise de Fornecedores –Indicadores– Valença

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|--------|---------|
| Índices de Liquidez | | | | | | | | | |
| Solvência de Caixa | | | | | | | | 0,07 | 0,17 |
| Liquidez Corrente | | | | | | | | 4,72 | 9,16 |
| Liquidez Seca | | | | | | | | 1,85 | 2,75 |
| Liquidez Geral | | | | | | | | 1,14 | 1,13 |
| Índices de Atividade e Prazos | | | | | | | | | |
| Giro do Ativo | | | | | | | | 1,7 | 0,9 |
| Prazo Médio de Recebimento | | | | | | | | 72 | 56 |
| Giro do Contas a Receber | | | | | | | | 5,1 | 6,5 |
| Prazo Médio de Pagamento | | | | | | | | 20 | 15 |
| Giro do Contas a Pagar | | | | | | | | 18,1 | 24,2 |
| Prazo Médio de Estoques | | | | | | | | 195 | 163 |
| Giro dos Estoques | | | | | | | | 1,9 | 2,2 |
| Índices de Margens Financeiras | | | | | | | | | |
| Margem Bruta | | | | | | | | 25,5% | 18,8% |
| Margem Operacional | | | | | | | | 5,9% | 8,2% |
| Margem Líquida | | | | | | | | (0,4)% | (1,7)% |
| Índices de Retorno | | | | | | | | | |
| Retorno sobre Ativos | | | | | | | | 9,8% | 7,7% |
| Retorno sobre Patrimônio Líquido | | | | | | | | (2,5)% | (13,3)% |
| Índices de Endividamento | | | | | | | | | |
| Endividamento Financeiro | | | | | | | | 68,6% | 79,8% |
| Participação do Capital Próprio | | | | | | | | 31,4% | 20,2% |
| Endividamento de Curto Prazo | | | | | | | | - | - |
| Endividamento de Longo Prazo | | | | | | | | 100,0% | 100,0% |
| Cobertura de Juros | | | | | | | | 1 | 1 |
| Índices de Alavancagem | | | | | | | | | |
| Multiplicador do Capital Próprio | | | | | | | | 8,0 | 8,9 |
| Multiplicador do Capital de Terceiros | | | | | | | | 1,1 | 1,1 |
| Imobilização do Patrimônio Líquido | | | | | | | | 0,3 | 0,2 |

Anexo BG: Lojas em Shoppings – Região Centro-Oeste

| Rótulos de Linha | Cia Hering | Guararapes | Levi Strauss | Marisa | PVH | Renner | Restoque | VF | Malwee | Total geral |
|-------------------------------|------------|------------|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|-------------|
| Distrito Federal | | | | | | | | | | |
| AGUAS CLARAS SHOPPING | 2 | 1 | | | | | | | | 3 |
| BOULEVARD SHOPPING BRASÍLIA | 2 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 5 |
| BRASÍLIA SHOPPING | 1 | 1 | | | 1 | 1 | 4 | | | 8 |
| JK SHOPPING & TOWER | 1 | 1 | | | | 1 | | | | 3 |
| LIBERTY MALL | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| PARKSHOPPING | 2 | 1 | 1 | | 2 | 2 | 4 | 1 | 2 | 15 |
| PÁTIO BRASIL SHOPPING | 1 | 1 | | | | 2 | | | | 4 |
| SHOPPING CONJUNTO NACIONAL | 1 | 1 | 1 | 1 | | | 2 | | 1 | 7 |
| SHOPPING IGUATEMI BRASÍLIA | 2 | 1 | | | 2 | 2 | 5 | | | 12 |
| TAGUATINGA SHOPPING | 1 | 1 | | | | 1 | | | 1 | 4 |
| TERRAÇO SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 5 |
| Goiás | | | | | | | | | | |
| ÁGUAS LINDAS SHOPPING | | 1 | | | | | | | | 1 |
| BRASIL PARK SHOPPING | 1 | 1 | | | | 1 | | | 1 | 4 |
| BUENA VISTA SHOPPING | | | | | 1 | | 1 | | | 2 |
| BURITI SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | | 1 | | | 1 | 6 |
| BURITI SHOPPING RIO VERDE | 1 | 1 | | 1 | | | | | 1 | 4 |
| FLAMBOYANT SHOPPING CENTER | | 1 | 1 | 1 | 2 | 1 | 5 | 1 | | 12 |
| GOIÂNIA SHOPPING | | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 1 | 1 | 9 |
| LUZIÂNIA SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| OUTLET PREMIUM BRASÍLIA | | | | | 1 | | | | | 1 |
| PASSEIO DAS ÁGUAS SHOPPING | | 1 | | 1 | 2 | 2 | | | 1 | 7 |
| PORTAL SHOPPING | | 1 | | | | 1 | | | | 2 |
| SHOPPING BOUGAINVILLE | | | | | 1 | 1 | | | | 2 |
| SHOPPING SUL (EX VALPARAÍSO) | | 1 | | 1 | | | | | | 2 |
| Mato Grosso | | | | | | | | | | |
| GOIABEIRAS SHOPPING CENTER | 1 | 1 | | | 1 | 1 | 4 | | | 8 |
| PANTANAL SHOPPING | 3 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 1 | | 1 | 12 |
| RONDON PLAZA SHOPPING | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| SHOPPING CENTER TRÊS AMÉRICAS | 2 | 1 | | | | | | | | 3 |
| Mato Grosso do Sul | | | | | | | | | | |
| NORTE SUL SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 5 |
| SHOPPING AVENIDA CENTER | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| SHOPPING BOSQUE DOS IPÊS | 1 | 1 | | 1 | 1 | 1 | 1 | | | 6 |
| SHOPPING CAMPO GRANDE | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 4 | | | 13 |
| Total geral | 35 | 29 | 6 | 14 | 18 | 27 | 33 | 3 | 10 | 175 |

Anexo BH: Lojas em Shoppings – Região Nordeste

| Rótulos de Linha | Cia Hering | Guararapes | Levi Strauss | Marisa | PVH | Renner | Restoque | VF | Malwee | Total geral |
|--|------------|------------|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|-------------|
| Alagoas | | | | | | | | | | |
| Aeroporto de Maceió | | | | | | | 2 | | | 2 |
| MACEIÓ SHOPPING | 3 | 1 | | | | 1 | | | 1 | 6 |
| PARQUE SHOPPING MACEIÓ | 3 | 1 | | | 1 | 1 | 5 | | | 11 |
| PÁTIO ARAPIRACA GARDEN SHOPPING | 2 | 1 | | | | 1 | | | | 4 |
| SHOPPING PÁTIO MACEIO | | 1 | | | | 1 | | | | 2 |
| Amapá | | | | | | | | | | |
| AMAPÁ GARDEN SHOPPING | | | | | | | 2 | | | 2 |
| Bahia | | | | | | | | | | |
| BOULEVARD SHOPPING FEIRA DE SANTANA | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | | | | 8 |
| CARIRI SHOPPING CENTER | | 1 | | | | | | | | 1 |
| PÁTIO MIX TEIXEIRA DE FREITAS | | 1 | | | | | | | | 1 |
| SALVADOR NORTE SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | 1 | 1 | 1 | | | 7 |
| SALVADOR SHOPPING | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 4 | | 2 | 14 |
| SHOPPING BARRA | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 5 | | | 13 |
| SHOPPING BELA VISTA (METRÔ SALVADOR) | 1 | | | | | | 1 | 2 | | 4 |
| SHOPPING CENTER LAPA BAHIA | 1 | | | 1 | | | | | | 2 |
| SHOPPING CENTER PARALELA | 2 | 1 | | | 1 | 1 | | | | 5 |
| SHOPPING CONQUISTA SUL | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 4 |
| SHOPPING DA BAHIA | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 3 | | | 11 |
| SHOPPING JEQUITIBÁ | | 1 | | | | | | | | 1 |
| SHOPPING PRAÇA NOVA ARAÇATUBA | | 1 | | | | | | | | 1 |
| Ceará | | | | | | | | | | |
| CARIRI SHOPPING CENTER | 1 | | | 1 | | | | | | 2 |
| NORTH SHOPPING FORTALEZA | | 1 | | 1 | | 1 | | | | 3 |
| NORTH SHOPPING JÓQUEI (NORTH SHOPPING PARANGABA) | | 1 | | 1 | | 1 | | | | 3 |
| NORTH SHOPPING MARACANAÚ | | 1 | | 1 | | | | | | 2 |
| NORTH SHOPPING SOBRAL | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| OFF OUTLET FASHION FORTALEZA | | | | | | 1 | | | | 1 |
| RIOMAR SHOPPING (FORTALEZA) | 3 | 1 | | | 1 | 2 | 3 | | | 10 |
| SHOPPING ALDEOTA | | | | 1 | | | | | | 1 |
| SHOPPING CENTER IGUAATEMI FORTALEZA | 3 | 1 | 1 | | 1 | 2 | 5 | 1 | | 14 |
| SHOPPING DEL PASEO | 1 | 1 | | | 1 | | | | | 3 |
| SHOPPING PARANGABA | 2 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 5 |
| SHOPPING PÁTIO DOM LUIS | | | | | | | 2 | | | 2 |
| VIA SUL SHOPPING | | 1 | | 1 | 1 | | | | | 3 |
| Maranhão | | | | | | | | | | |
| PATIO NORTE SHOPPING | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| RIO ANIL SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | 1 | 1 | | | | 6 |
| SÃO LUIS SHOPPING CENTER | 2 | 1 | | 1 | 2 | 1 | | | 2 | 9 |
| SHOPPING DA ILHA | 1 | 1 | 1 | 1 | | 1 | 3 | | | 8 |
| Paraíba | | | | | | | | | | |
| MANAIRA SHOPPING CENTER | 1 | 1 | | 1 | 1 | 1 | 3 | | 1 | 9 |
| MANGABEIRA SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 4 |
| PARTAGE SHOPPING CAMPINA GRANDE | 1 | 1 | | 1 | 1 | | | | | 4 |
| TAMBIA SHOPPING CENTER | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| Pernambuco | | | | | | | | | | |
| Aeroporto de Recife | | | | | | | 2 | | | 2 |
| NORTH SHOPPING CARUARU | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 4 |
| Paulista North Way Shopping | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| PLAZA SHOPPING (CASA FORTE) | 2 | 1 | | | 1 | | 1 | | | 5 |
| RIOMAR SHOPPING (RECIFE) | 2 | 1 | | 1 | 1 | 2 | 5 | | 2 | 14 |
| RIVER SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| SALGUEIRO SHOPPING | 1 | | | | | | | | | 1 |
| SHOPPING CENTER BOA VISTA | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 4 |
| SHOPPING COSTA DOURADA | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| SHOPPING DIFUSORA | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| SHOPPING GUARARAPES | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 4 |
| SHOPPING RECIFE | 3 | 1 | | 1 | 1 | 1 | 5 | | 2 | 14 |
| SHOPPING TACARUNA | 2 | 1 | | | 1 | | | | 1 | 5 |
| VITÓRIA PARK SHOPPING | 1 | | | 1 | | | | | | 2 |
| Piauí | | | | | | | | | | |
| PARNAÍBA SHOPPING | | 1 | | | | | | | | 1 |
| Shopping Rio Poty | | 1 | | | | 1 | | | | 2 |
| TERESINA SHOPPING | 3 | 1 | 1 | 1 | | 1 | | | | 7 |
| Rio Grande do Norte | | | | | | | | | | |
| MIDWAY MALL | 2 | 1 | | 1 | | 1 | 3 | | | 8 |
| MOSSORÓ WEST SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 4 |
| NATAL SHOPPING CENTER | | | | | | 1 | 3 | | | 4 |
| NORTE SHOPPING NATAL | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| Sergipe | | | | | | | | | | |
| SHOPPING JARDINS | | 1 | 1 | | | 1 | | | | 3 |
| SHOPPING PRÊMIO | | 1 | | | | | | | | 1 |
| Total geral | 73 | 51 | 8 | 34 | 21 | 36 | 59 | 1 | 11 | 294 |

Anexo BI: Lojas em Shoppings – Região Norte

| Rótulos de Linha | Cia Hering | Guararapes | Levi Strauss | Marisa | PVH | Renner | Restoque | Malwee | Total geral |
|-----------------------------|------------|------------|--------------|-----------|----------|-----------|-----------|----------|-------------|
| Acre | | | | | | | | | |
| VIA VERDE SHOPPING | | | | | | 1 | | | 1 |
| Acre | | | | | | | | | |
| VIA VERDE SHOPPING | | 1 | | | | | | | 1 |
| Amapá | | | | | | | | | |
| AMAPÁ GARDEN SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | 1 | 1 | | | 5 |
| MACAPÁ SHOPPING | | 1 | | | | | | | 1 |
| Amazonas | | | | | | | | | |
| Aeroporto Eduardo Gomes | | | | | | | 2 | | 2 |
| AMAZONAS SHOPPING CENTER | | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | | 6 |
| MANAUARA SHOPPING | | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 1 | 8 |
| SHOPPING MANAUS VIA NORTE | | 1 | | | | 1 | | | 2 |
| SHOPPING PONTA NEGRA | | 1 | | | | 1 | 3 | | 5 |
| SUMAÚMA PARK SHOPPING | | 1 | | 1 | | 1 | | | 3 |
| UAI SHOPPING MANAUS | | | | 1 | | | | | 1 |
| Pará | | | | | | | | | |
| Bosque Grão-Pará | | 1 | | | | 1 | 4 | | 6 |
| BOULEVARD SHOPPING BELÉM | 3 | 1 | | | 1 | 1 | 3 | | 9 |
| CASTANHEIRA SHOPPING CENTER | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 |
| PARQUE SHOPPING BELÉM | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | 4 |
| SHOPPING PÁTIO BELÉM | 2 | 1 | | 1 | 1 | | 1 | | 6 |
| SHOPPING PÁTIO MARABÁ | 2 | 1 | | 1 | 1 | 1 | | 1 | 7 |
| UNIQUE SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 |
| Rondônia | | | | | | | | | |
| PORTO VELHO SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | 1 | 1 | 2 | | 7 |
| Roraima | | | | | | | | | |
| PÁTIO RORAIMA SHOPPING | | 1 | | | | 1 | | | 2 |
| PORTO VELHO SHOPPING | | | | | | | | 2 | 2 |
| RORAIMA GARDEN SHOPPING | | | | | | 1 | | | 1 |
| Tocantins | | | | | | | | | |
| CAPIM DOURADO SHOPPING | 1 | 1 | | | | | 2 | 2 | 6 |
| Total geral | 13 | 18 | 2 | 11 | 7 | 14 | 20 | 6 | 91 |

Anexo BJ: Lojas em Shoppings – Região Sudeste – Parte 1

| Rótulos de Linha | Cia Hering | Guararapes | Levi Strauss | Marisa | PVH | Renner | Restoque | VF | Malwee | Total geral |
|-----------------------------------|------------|------------|--------------|--------|-----|--------|----------|----|--------|-------------|
| Espírito Santo | | | | | | | | | | |
| BOULEVARD SHOPPING VILA VELHA | 2 | 1 | | | | | | | | 3 |
| PÁTIOMIX LINHARES | | 1 | | | | | | | | 1 |
| SHOPPING MESTRE ALVARO | 1 | 1 | | 1 | 1 | 1 | | | | 5 |
| SHOPPING MOXUARA | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 4 |
| SHOPPING NORTE SUL | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| SHOPPING PRAIA DA COSTA | 1 | 1 | 1 | 1 | | 1 | 1 | | 1 | 7 |
| SHOPPING TABOÃO | | 1 | | | | | | | | 1 |
| SHOPPING VILA VELHA | 1 | 1 | | 1 | | 2 | 4 | | | 9 |
| SHOPPING VITÓRIA | 3 | 1 | 1 | | 2 | 2 | 4 | | 1 | 14 |
| Minas Gerais | | | | | | | | | | |
| BH SHOPPING | 2 | 1 | 1 | | 1 | 2 | 4 | | 2 | 13 |
| BIG SHOPPING | 1 | 1 | | | 1 | | | | | 3 |
| BOULEVARD SHOPPING BELO HORIZONTE | 2 | 1 | | | 1 | 1 | 3 | 1 | | 9 |
| CENTER SHOPPING UBERLÂNDIA | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | | | 11 |
| DIAMONDMALL | 2 | 1 | | | 1 | | 2 | 1 | | 7 |
| INDEPENDÊNCIA SHOPPING | 1 | 1 | | | | | 1 | | | 3 |
| ITAÚPOWER SHOPPING | 2 | 1 | | | | 1 | | | | 4 |
| METROPOLITAN SHOPPING BETIM | 1 | 1 | | | 1 | 1 | | | | 4 |
| MINAS SHOPPING | 1 | 1 | | | 1 | 1 | 2 | | 2 | 9 |
| MONTE CARMO SHOPPING | 1 | 1 | | | 1 | 1 | | | | 4 |
| MONTE CLAROS SHOPPING CENTER | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | | | | 6 |
| PLAZA ANCHIETA SHOPPING | 1 | | | | | | | | | 1 |
| Praça Uberaba Shopping Center | | 1 | | | | | | | | 1 |
| SERRA SUL SHOPPING | 1 | 1 | | | 1 | 1 | | | | 4 |
| SHOPPING CENTER UBERABA | 2 | 1 | | | | 1 | | | | 4 |
| SHOPPING CIDADE (BH) | 1 | 1 | | | 1 | 2 | 1 | | | 6 |
| SHOPPING CONTAGEM | 1 | 1 | | | | 3 | | | 2 | 7 |
| SHOPPING DEL REY | 2 | 1 | | | 1 | 1 | | | | 5 |
| SHOPPING DO VALE DO AÇO | | 1 | | | 1 | 1 | | | 2 | 5 |
| SHOPPING ESTAÇÃO BH | 1 | 1 | | | 1 | 1 | | | | 4 |
| SHOPPING PÁTIO DIVINÓPOLIS | | | | | 1 | | | | | 1 |
| SHOPPING PÁTIO SAVASSI | 2 | 1 | | | 1 | | 1 | | | 5 |
| SHOPPING POÇOS DE CALDAS | | | | | 1 | | | | | 1 |
| SHOPPING SETE LAGOAS | 1 | 1 | | | 1 | | | | | 3 |
| UBERLÂNDIA SHOPPING | 2 | 1 | | | | 1 | 2 | | | 6 |
| VIA SHOPPING BARREIRO | 1 | 1 | | | 1 | | | | | 3 |

Anexo BK: Lojas em Shoppings – Região Sudeste – Parte 2

| Rio de Janeiro | | | | | | | | | |
|--------------------------------------|---|---|---|---|---|---|---|---|----|
| AMÉRICAS SHOPPING | 1 | 1 | | | | 1 | | | 3 |
| BANGU SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 |
| BARRASHOPPING | 1 | 1 | 1 | | 2 | 2 | 3 | 1 | 11 |
| BOTAFOGO PRAIA SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | | 2 | | 5 |
| BOULEVARD RIO SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | 4 |
| BOULEVARD SHOPPING CAMPOS | 1 | 1 | | | | 1 | | | 3 |
| BOULEVARD SHOPPING SÃO GONÇALO | 1 | 1 | | | | 1 | | 1 | 4 |
| CADIMA SHOPPING | 1 | | | | | | | | 1 |
| CARIOCA SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | 4 |
| CAXIAS SHOPPING | 1 | 1 | | | | 1 | | | 3 |
| CENTER SHOPPING (RJ) | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| ILHA PLAZA SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | 4 |
| ITABORAI PLAZA SHOPPING | 1 | 2 | | | | 1 | | | 4 |
| MADUREIRA SHOPPING | 1 | 1 | | | | 1 | | | 3 |
| NEW YORK CITY CENTER | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| NORTESHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | 2 | | 1 | 6 |
| PARK LAGOS | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 |
| PARK SHOPPING CAMPO GRANDE | 1 | 1 | | 1 | | 2 | | 1 | 6 |
| PARQUE SHOPPING SULACAP | 1 | 1 | | | | 1 | | | 3 |
| PÁTIO ALCÂNTARA | | 1 | | | | | | | 1 |
| PLAZA SHOPPING (RJ) | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 4 | 2 | 13 |
| RIO DESIGN BARRA | 1 | 1 | | | 1 | | 5 | | 8 |
| RIO DESIGN LEBLON | | | | | | | 1 | | 1 |
| RIO SUL SHOPPING CENTER | 1 | 1 | 1 | | 2 | 1 | 5 | 1 | 12 |
| SAO CONRADO FASHION MALL | | | | | | | 3 | | 3 |
| SÃO GONÇALO SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 |
| SHOPPING CENTER PACO DO OUVIDOR | | 1 | | | | | | | 1 |
| SHOPPING DA GÁVEA | | | | | | | 1 | | 1 |
| SHOPPING GRANDE RIO | 1 | 1 | | | | 1 | | | 3 |
| SHOPPING JARDIM GUADALUPE | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | 4 |
| SHOPPING LEBLON | | | | | 1 | 1 | 2 | 1 | 5 |
| SHOPPING METROPOLITANO BARRA | 1 | 1 | | | | 2 | | | 4 |
| SHOPPING NOVA AMÉRICA | 1 | 1 | | 1 | | 2 | | | 5 |
| SHOPPING PÁTIO MIX RESENDE | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | 4 |
| SHOPPING PÁTIO MIX COSTA VERDE | | | | 1 | | | | | 1 |
| SHOPPING PIRATAS | 2 | 1 | | | | | | | 3 |
| SHOPPING PLAZA MACAÉ | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| SHOPPING TIJUCA | 1 | 1 | 1 | | | 1 | 3 | | 7 |
| SIDER SHOPPING | 1 | 1 | | | | 1 | | | 3 |
| TERESOPOLIS SHOPPING CENTER | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| TOP SHOPPING (RJ) | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| VIA BRASIL SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 |
| VIA PARQUE SHOPPING | | 1 | | | | 1 | | | 2 |
| VILLAGEMALL | | | | | | | 2 | | 2 |
| WEST SHOPPING RIO | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | 4 |
| São Paulo | | | | | | | | | |
| Aeroporto de Congonhas | | | | | | | 4 | | 4 |
| Aeroporto Internacional de Guarulhos | 1 | 1 | | | | | 2 | | 4 |
| ARAÇATUBA SHOPPING (NEW YORK PLAZA) | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 |
| ATRIUM SHOPPING SANTO ANDRÉ | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 |
| AUTO SHOPPING SÃO PAULO LESTE | | 1 | | | | | | 2 | 3 |
| BAURÚ SHOPPING CENTER | 2 | 1 | | 1 | | 1 | | | 5 |
| BOAVISTA SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | | | | | 4 |
| BOULEVARD SHOPPING NAÇÕES BAURU | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | 4 |
| BOURBON SHOPPING SÃO PAULO | 2 | 1 | 1 | | 2 | 2 | 4 | | 12 |
| BRISAMAR SHOPPING | 2 | 1 | | | | | | | 3 |
| BURITI SHOPPING (MOGI) | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| BURITI SHOPPING GUARÁ | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 |
| CAMPINAS SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | 4 |

Anexo BK: Lojas em Shoppings – Região Sudeste – Parte 3

| | | | | | | | | |
|--|---|---|---|---|---|---|---|----|
| CATARINA FASHION OUTLET SHOPPING | | | | 1 | | | | 1 |
| CENTERVALE SHOPPING | 2 | 1 | 1 | 1 | 3 | 1 | | 9 |
| CENTRAL PLAZA SHOPPING CENTER | 1 | 1 | | | 1 | | | 3 |
| CENTRO COMERCIAL ARICANDUVA | 1 | | | 1 | 1 | | | 3 |
| CIDADE SÃO PAULO | 2 | 2 | | | | 3 | | 7 |
| COMPLEXO COMERCIAL SHOPPING INTERLAGOS | 2 | 1 | | 1 | 2 | | | 6 |
| CONTINENTAL SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | 1 | | | 5 |
| D&D DECORAÇÃO E DESIGN CENTER | | | | | | | 2 | 2 |
| ESPLANADA SHOPPING CENTER | 1 | 1 | | 1 | 2 | 2 | 1 | 8 |
| FRANCA SHOPPING CENTER | 3 | 1 | | 1 | 1 | | | 6 |
| GALLERIA SHOPPING | 2 | 1 | | | | 4 | | 7 |
| GARDEN SHOPPING CATANDUVA | | | | 1 | | | | 1 |
| GOLDEN SQUARE SHOPPING CENTER | | 1 | 1 | 1 | 3 | 1 | | 7 |
| GRAND PLAZA SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | 2 | | 2 | 8 |
| INTERNACIONAL SHOPPING GUARULHOS | 1 | 1 | | 1 | 2 | | | 5 |
| ITAPECERICA SHOPPING | 1 | | | 1 | | | | 2 |
| ITAPETININGA SHOPPING CENTER | | | | 1 | | | | 1 |
| JACARÉ SHOPPING CENTER | | | | | 1 | | | 1 |
| JAÚ SHOPPING CENTER | 1 | 1 | | | | | | 2 |
| JK IGUATEMI SHOPPING | 1 | 1 | | 2 | | 3 | 2 | 9 |
| JUNDIAÍ SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | 2 | 3 | | 9 |
| LITORAL PLAZA SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | | | 3 |
| MAIS SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | | | 3 |
| MARÍLIA SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | | | 3 |
| MARKET PLACE SHOPPING CENTER | 1 | 1 | | 1 | | 3 | | 6 |
| MAUÁ PLAZA SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | 1 | | | 4 |
| MAXI SHOPPING JUNDIAI | 2 | 1 | | 1 | 1 | | | 5 |
| MIRAMAR SHOPPING CENTER | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | | 6 |
| MOGI SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | 1 | | | 4 |
| MOOCA PLAZA SHOPPING | 3 | 1 | | 1 | 1 | 3 | 4 | 13 |
| MORUMBI SHOPPING | 2 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 | 1 | 11 |
| NORTH SHOPPING BARRETOS | 1 | 1 | | 1 | | | | 3 |
| NOVO SHOPPING CENTER RIBEIRÃO PRETO | 1 | 1 | | 1 | 1 | | | 4 |
| OSASCO PLAZA SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | | | 3 |
| OUTLET PREMIUM SÃO PAULO | | | | 2 | | | 1 | 3 |
| PARKSHOPPING SÃO CAETANO | 1 | 1 | | | 2 | 3 | | 7 |
| PARQUE D. PEDRO SHOPPING | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | | 8 |
| PARQUE SHOPPING BARUERI | 1 | 1 | | 1 | 1 | | | 4 |
| Parque Shopping Maia | 2 | 1 | | | 2 | 4 | | 9 |
| PATIO CIANÉ SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | 1 | | | 4 |
| PAULÍNIA SHOPPING | 1 | 1 | | | | | | 2 |
| PLAZA AVENIDA SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | 1 | | | 5 |
| PLAZA SHOPPING ITU | | 1 | | | | | | 1 |
| POLI SHOPPING | | | | 1 | | | | 1 |
| POLO SHOPPING INDAIATUBA | 2 | 1 | | | 1 | | | 4 |
| PRAIAMAR SHOPPING CENTER | 1 | 1 | | | 2 | 2 | | 6 |
| PRUDENSHOPPING | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 | | | 7 |
| PRUDENTE PARQUE SHOPPING | 1 | 1 | | | | | | 2 |
| RAPOSO SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | 1 | | | 4 |
| RIBEIRÃO SHOPPING | 3 | 1 | 1 | 1 | 3 | 4 | | 13 |
| RIOPRETO SHOPPING CENTER | 1 | 1 | 1 | | 1 | 1 | | 5 |
| SANTANA PARQUE SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | 2 | | | 5 |
| SANTANA SHOPPING (ATACADO) | 1 | 1 | | | | | | 2 |
| SÃO BERNARDO SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | 1 | 2 | 2 | 9 |
| SERRAMAR PARQUE SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | | | | 4 |
| SHOPPING ABC | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 3 | 3 | 12 |
| SHOPPING ANÁLIA FRANCO | 3 | 1 | | 2 | 3 | 3 | 2 | 14 |
| SHOPPING BONSUCESSO | 1 | 1 | | 1 | | | | 3 |
| SHOPPING BOTUCATU | 1 | 1 | | | 1 | | | 3 |
| SHOPPING BUTANTÃ | 2 | 1 | | | | | | 3 |

Anexo BL: Lojas em Shoppings – Região Sudeste – Parte 4

| | | | | | | | | | | |
|---|------------|------------|-----------|------------|-----------|------------|------------|-----------|-----------|-------------|
| SHOPPING CAMPO LIMPO | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 | |
| SHOPPING CENTER IGUATEMI CAMPINAS | 2 | 1 | 1 | 1 | 2 | 3 | 5 | 1 | 16 | |
| SHOPPING CENTER IGUATEMI RIBEIRÃO PRETO | 3 | 1 | | 1 | | | 3 | | 8 | |
| SHOPPING CENTER IGUATEMI SÃO CARLOS | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | 4 | |
| SHOPPING CENTER IGUATEMI SAO PAULO | | | | | 2 | | 4 | | 6 | |
| SHOPPING CENTER LAPA-SP | 1 | 1 | | | | | | | 2 | |
| SHOPPING CENTER LIMEIRA | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | 4 | |
| SHOPPING CENTER NORTE | 3 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | | | 10 | |
| SHOPPING CENTER PENHA | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 | |
| SHOPPING CENTER RIO CLARO | 1 | 1 | | | | | | | 2 | |
| SHOPPING CENTER TRÊS | 1 | 1 | | | | | | | 2 | |
| SHOPPING CIDADE JARDIM | 1 | 1 | | | | | 3 | | 5 | |
| SHOPPING CIDADE NORTE | 1 | 1 | | | | | | | 2 | |
| SHOPPING CIDADE SOROCABA | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | 4 | |
| SHOPPING COLINAS | 1 | 1 | | 1 | | 1 | 3 | | 7 | |
| SHOPPING D | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 | |
| SHOPPING ELDORADO | 2 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | | | 9 | |
| SHOPPING FIESTA | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 | |
| SHOPPING FREI CANECA | 1 | 1 | | | 1 | 1 | | | 4 | |
| SHOPPING GRANJA VIANNA | 3 | 1 | | | 1 | 1 | 1 | 1 | 8 | |
| SHOPPING HORTOLÂNDIA | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 | |
| SHOPPING IBIRAPUERA | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 1 | 12 | |
| SHOPPING IGUATEMI ALPHAVILLE | 2 | 1 | | | 2 | | 3 | 1 | 9 | |
| SHOPPING IGUATEMI ESPLANADA | 1 | 1 | | | | 2 | 2 | | 6 | |
| SHOPPING IGUATEMI SÃO JOSÉ DO RIO PRETO | 1 | 1 | | 1 | | 3 | 5 | | 11 | |
| SHOPPING JARAGUÁ ARARAQUARA | 2 | 1 | | | | 1 | | | 4 | |
| SHOPPING JARAGUÁ INDAIATUBA | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 | |
| SHOPPING JARDIM SUL | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 5 | | 11 | |
| SHOPPING LA PLAGE | 1 | 1 | | | | | | | 2 | |
| SHOPPING LAR CENTER | | | | | | 1 | | | 1 | |
| SHOPPING LIGHT | | | | | | 1 | | | 1 | |
| SHOPPING METRO BOULEVARD TATUAPE | 1 | | | 1 | | 1 | | | 3 | |
| SHOPPING METRÔ ITAQUERA | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 | |
| SHOPPING METRÔ SANTA CRUZ | 2 | 1 | 1 | 1 | | | | | 5 | |
| SHOPPING METRÔ TATUAPE | 2 | 1 | | | | 1 | | | 4 | |
| SHOPPING METRÔ TUCURUVI | 2 | 1 | | 1 | | 2 | | | 6 | |
| SHOPPING METROPOLE | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | 4 | |
| SHOPPING NAÇÕES LIMEIRA | 1 | 1 | | | | | | | 2 | |
| SHOPPING PANAMBY JARAGUA | 1 | 1 | | | | | | | 2 | |
| SHOPPING PARQUE DAS BANDEIRAS | 2 | 1 | | 1 | | 1 | | | 5 | |
| SHOPPING PÁTIO GUARULHOS | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 | |
| SHOPPING PÁTIO HIGIENÓPOLIS | 3 | 1 | | | 2 | 1 | 4 | 1 | 12 | |
| SHOPPING PÁTIO OSASCO | | 1 | | | | | | | 1 | |
| SHOPPING PÁTIO PAULISTA | 2 | 1 | 1 | | 1 | 1 | 2 | | 8 | |
| SHOPPING PÁTIO PINDA | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | 4 | |
| SHOPPING PIRACICABA | 3 | 1 | | 1 | | 1 | 3 | | 9 | |
| SHOPPING PLAZA SUL | 2 | 1 | 1 | | 1 | 3 | | | 8 | |
| SHOPPING PORTO MILLER BOULEVARD | 1 | 1 | | | | | | | 2 | |
| SHOPPING PRAÇA DA MOÇA | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | 4 | |
| SHOPPING PRAÇA NOVA ARAÇATUBA | 1 | | | | | 1 | | | 2 | |
| SHOPPING PRADO | 2 | 1 | | | | | | | 3 | |
| SHOPPING SANTA URSULA | 2 | 1 | | 1 | | 2 | | | 6 | |
| SHOPPING SP MARKET | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | | | 7 | |
| SHOPPING SPAZIO OURO VERDE | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 | |
| SHOPPING TABOÃO | 1 | | | 1 | | 1 | | 1 | 4 | |
| SHOPPING TAMBORÉ | 2 | 1 | 1 | 1 | 3 | 2 | | | 10 | |
| SHOPPING UNIÃO DE OSASCO | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | 4 | |
| SHOPPING UNIMART | 1 | 1 | | | | | | | 2 | |
| SHOPPING VALINHOS | 1 | 1 | | | | | | | 2 | |
| SHOPPING VILA OLÍMPIA | 3 | 1 | 1 | | 1 | 2 | 2 | | 10 | |
| SHOPPING VILLA-LOBOS | 1 | 1 | 1 | | 2 | | 5 | 1 | 11 | |
| SHOPPING WEST PLAZA | 1 | 1 | | | | 2 | | | 4 | |
| SUPERSHOPPING OSASCO | 1 | | | | | 2 | | | 3 | |
| SUZANO SHOPPING | 1 | 1 | | | | 1 | | | 3 | |
| TAUBATE SHOPPING CENTER | | 1 | | 1 | | 1 | | | 3 | |
| TIETÊ PLAZA SHOPPING | 1 | 1 | | | | 3 | | 2 | 7 | |
| TIVOLI SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | | 1 | | | 5 | |
| TOP CENTER SHOPPING | 1 | 1 | | | | | | | 2 | |
| VALE SUL SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | | 1 | | | 5 | |
| VIA VALE GARDEN SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | 1 | 2 | | 6 | |
| Total geral | 269 | 198 | 31 | 110 | 54 | 185 | 179 | 12 | 29 | 1067 |

Anexo BM: Lojas em Shoppings – Região Sul

| Rótulos de Linha | Cia Hering | Guararapes | Levi Strauss | Marisa | PVH | Renner | Restoque | VF | Malwee | Total geral |
|--|------------|------------|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|-------------|
| Paraná | | | | | | | | | | |
| Aeroporto de Londrina | | | | | | | | 2 | | 2 |
| Aeroporto São José dos Pinhais | | | | | | | | 2 | | 2 |
| BOULEVARD LONDRINA SHOPPING | 3 | 1 | 1 | 1 | | 1 | | | 2 | 9 |
| CASCAVEL JL SHOPPING | 1 | 1 | | | | 1 | | | | 3 |
| CATARATAS JL SHOPPING | 2 | 1 | | | | 1 | | | | 4 |
| CATUAI SHOPPING CENTER LONDRINA | 3 | 1 | | 1 | 2 | 2 | | 3 | 1 | 13 |
| CATUAI SHOPPING MARINGÁ | 1 | 1 | | | 2 | | | 1 | | 5 |
| CRYSTAL PLAZA SHOPPING CENTER | 1 | 1 | | | | | | 1 | | 3 |
| LONDRINA NORTE SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | | | | | | 4 |
| MARINGÁ PARK SHOPPING CENTER | 2 | 1 | 1 | | | 1 | | | | 5 |
| MUELLER SHOPPING CENTER DE CURITIBA | 2 | 1 | 1 | | | 2 | | 3 | | 9 |
| PALLADIUM SHOPPING CENTER | 2 | 1 | 1 | 1 | 2 | | | | | 7 |
| PALLADIUM SHOPPING CENTER (PONTA GROSSA) | 2 | 1 | | 1 | 1 | 1 | | | 2 | 7 |
| PARKSHOPPING BARIGUI | 1 | 1 | | | 2 | 2 | | 4 | 2 | 12 |
| PÁTIO BATEL | 2 | 1 | | | 2 | | | 4 | | 9 |
| POLLOSHOP | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| ROYAL PLAZA SHOPPING (LONDRINA) | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| SÃO JOSÉ SHOPPING | 2 | 1 | | | | 1 | | | | 4 |
| SHOPPING AVENIDA CENTER (MARINGÁ) | 2 | 1 | | | | | | | | 3 |
| SHOPPING CIDADE CURITIBA | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| SHOPPING CURITIBA | 1 | 1 | 1 | | | 1 | | 1 | | 5 |
| SHOPPING ESTACAO (CURITIBA) | 2 | 1 | 1 | 1 | | 1 | | | | 6 |
| SHOPPING JARDIM DAS AMERICAS | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 4 |
| SHOPPING TOTAL (CURITIBA) | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Rio Grande do Sul | | | | | | | | | | |
| BARRA SHOPPING SUL | 1 | 1 | | 1 | 1 | 3 | | 4 | | 11 |
| BELLA CITTA SHOPPING CENTER | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 4 |
| BOURBON SHOPPING ASSIS BRASIL | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| BOURBON SHOPPING COUNTRY | | 1 | | | | | | | | 1 |
| BOURBON SHOPPING IPIRANGA | 1 | 1 | | | | 2 | | | | 4 |
| BOURBON SHOPPING NOVO HAMBURGO | 1 | 1 | | | | 3 | | | | 5 |
| BOURBON SHOPPING SÃO LEOPOLDO | 1 | 1 | | | | 1 | | | | 3 |
| BOURBON SHOPPING WALLIG | 1 | 1 | | 1 | | 3 | | 1 | | 7 |
| CANOAS SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 4 |
| MOINHOS SHOPPING | 1 | 1 | | | | | | 3 | | 5 |
| PLATINUM OUTLET | | | | | 1 | | | 1 | | 2 |
| PRAÇA RIO GRANDE SHOPPING CENTER | | | | 1 | | | | | | 1 |
| PRAIA DE BELAS SHOPPING CENTER | 1 | 1 | | | 1 | 3 | | 4 | | 10 |
| PRATAVIERA SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 4 |
| ROYAL PLAZA SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 4 |
| SAN PELEGRINO SHOPPING CENTER | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 4 |
| SHOPPING CENTER IGUAATEMI CAXIAS DO SUL | 2 | 1 | | | | 2 | | 3 | | 8 |
| SHOPPING CENTER IGUAATEMI PORTO ALEGRE | 2 | 1 | 1 | | 2 | 2 | | 3 | | 11 |
| SHOPPING DO VALE | 1 | | | 1 | | 1 | | | | 3 |
| SHOPPING GRAVATAI | 1 | 1 | | | | 1 | | | | 3 |
| SHOPPING JOÃO PESSOA | | | | | | 1 | | | | 1 |
| SHOPPING LAJEADO (UNIC SHOPPING) | | | | | | 1 | | | | 1 |
| SHOPPING PELOTAS | 1 | 1 | | | | 2 | | | | 4 |
| SHOPPING TOTAL (PORTO ALEGRE) | 1 | 1 | | | | 1 | | | | 3 |
| Santa Catarina | | | | | | | | | | |
| Aeroporto de Navegantes | | | | | | | | 4 | | 4 |
| BALNEÁRIO CAMBORIÚ SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | | 2 | | 4 | | 10 |
| BEIRAMAR SHOPPING | 1 | 1 | | | 1 | | | 1 | | 4 |
| BLUMENAU NORTE SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | | 1 | | 2 | | 7 |
| CONTINENTE PARK SHOPPING | 2 | 1 | | 1 | | 1 | | 4 | | 9 |
| FAROL SHOPPING | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 4 |
| FLORIPA SHOPPING | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| ITAJAÍ SHOPPING CENTER | 2 | 1 | | | | 1 | | | 1 | 5 |
| JOINVILLE GARTEN SHOPPING | 3 | 1 | | 1 | 1 | 1 | | 3 | | 10 |
| LAGES GARDEN SHOPPING | 1 | 1 | | | | 1 | | | | 3 |
| MUELLER JOINVILLE SHOPPING | 2 | 1 | 1 | 1 | | 1 | | | | 6 |
| SHOPPING CENTER BREITHAUPT | 1 | 1 | | | | 1 | | | | 3 |
| SHOPPING CENTER IGUAATEMI FLORIANOPOLIS | 1 | 1 | | | | | | 1 | | 3 |
| SHOPPING CENTER NEUMARKT BLUMENAU | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | | 1 | | 9 |
| SHOPPING ITAGUAÇU | | 1 | 1 | | | 3 | | 2 | | 7 |
| SHOPPING PARK EUROPEU | 1 | 1 | | | | | | 2 | | 4 |
| SHOPPING PÁTIO CHAPECÓ | 1 | 1 | | | | | | 1 | | 3 |
| Total geral | 80 | 57 | 10 | 24 | 16 | 64 | 63 | 3 | 6 | 323 |

Anexo BN: Lojas na Rua – Centro-Oeste

| Rótulos de Linha | Cia Hering | Guararapes | Marisa | Total geral |
|---------------------------|------------|------------|-----------|-------------|
| Distrito Federal | | | | |
| Brasília | | 3 | 7 | 10 |
| Goiás | | | | |
| Anápolis | | 1 | 1 | 2 |
| Aparecida de Goiânia | | | 3 | 3 |
| Caldas Novas | 1 | 1 | | 2 |
| Catalão | 1 | 1 | | 2 |
| Goiânia | | 1 | 4 | 5 |
| Itumbiara | 1 | 1 | | 2 |
| Jaraguá | | 1 | | 1 |
| Jataí | 1 | 1 | | 2 |
| Rio Verde | 1 | 1 | | 2 |
| Mato Grosso | | | | |
| Cuiabá | | 1 | 1 | 2 |
| Rondonópolis | 1 | 1 | 1 | 3 |
| Sinop | 1 | 1 | | 2 |
| Sorriso | 1 | 1 | | 2 |
| Tangara da Serra | 1 | | | 1 |
| Várzea Grande | 1 | 1 | 1 | 3 |
| Mato Grosso do Sul | | | | |
| Campo Grande | 1 | 2 | 1 | 4 |
| Dourados | 1 | 1 | | 2 |
| Três Lagoas | 1 | 1 | | 2 |
| Total geral | 13 | 20 | 19 | 52 |

Anexo BO: Lojas na Rua – Nordeste

| Rótulos de Linha | Cia Hering | Guararapes | Levi Strauss | Marisa | PVH | Renner | Restoque | Malwee | Total geral |
|----------------------------|------------|------------|--------------|-----------|----------|----------|----------|----------|-------------|
| Alagoas | | | | | | | | | |
| Arapiraca | | | | 1 | | | | | 1 |
| Maceió | 3 | 3 | | 3 | | | 1 | | 10 |
| Bahia | | | | | | | | | |
| Alagoinhas | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| Barreiras | 1 | | | | | | | | 1 |
| Camaçari | 1 | 1 | | | 1 | | | | 3 |
| Eunapolis | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| Feira de Santana | 1 | 2 | | 1 | | | | | 4 |
| Ilheus | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| Itabuna | 1 | | | 1 | | | | | 2 |
| Jequie | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| Juazeiro | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| Lauro de Freitas | | | | 1 | | | | | 1 |
| Paulo Afonso | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 |
| Porto Seguro | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| Salvador | | 4 | | 5 | | | | 2 | 11 |
| Santo Antonio de Jesus | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| Teixeira de Freitas | 1 | 1 | | 1 | | | | | 3 |
| Valenca | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| Vitória da Conquista | 1 | | | 1 | | | | | 2 |
| Ceará | | | | | | | | | |
| Caucaia | | | | 1 | | | | | 1 |
| Fortaleza | 1 | 2 | | 3 | | 1 | | | 7 |
| Maranhão | | | | | | | | | |
| Balsas | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| Imperatriz | 2 | 2 | | 1 | 1 | | | | 6 |
| São Luís | | 1 | | 2 | | | | | 3 |
| Paraíba | | | | | | | | | |
| Campina Grande | 1 | 2 | | 1 | | | | | 4 |
| Guarabira | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| João Pessoa | | | | 1 | | | | | 1 |
| Patos | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| Pernambuco | | | | | | | | | |
| Arcoverde | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| Barreiros | | | | 1 | | | | | 1 |
| Caranhuns | 1 | | | | | | | | 1 |
| Guaranhuns | | 1 | | | | | | | 1 |
| Jabotão dos Guararapes | | | | 3 | | | | | 3 |
| Paulista | | 2 | | | | | | | 2 |
| Petrolina | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| Recife | 1 | 3 | | 4 | | 1 | | | 9 |
| Salgueiro | | 1 | | | | | | | 1 |
| Vitória de Santo Antão | | 2 | | | | | | | 2 |
| Piauí | | | | | | | | | |
| Parnaíba | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| Teresina | 2 | 3 | | 2 | 1 | | 1 | | 9 |
| Rio Grande do Norte | | | | | | | | | |
| Mossoró | | 1 | | 1 | | | | | 2 |
| Natal | | 1 | | 1 | | 1 | | 2 | 5 |
| Paranamirim | 1 | 1 | | | | | | | 2 |
| Sergipe | | | | | | | | | |
| Aracaju | | 1 | | 2 | 1 | 1 | 3 | | 8 |
| Nossa Senhora do Socorro | | | | 1 | | | | | 1 |
| Total geral | 33 | 49 | 1 | 38 | 4 | 4 | 5 | 4 | 138 |

Anexo BP: Lojas na Rua – Norte

| Rótulos de Linha | Cia Hering | Guararapes | Marisa | Renner | Restoque | Malwee | Total geral |
|--------------------|------------|------------|-----------|----------|----------|----------|-------------|
| ☐ Acre | | | | | | | |
| Rio Branco | | | 2 | | | | 2 |
| ☐ Amapá | | | | | | | |
| Macapá | 1 | 1 | 1 | | | 2 | 5 |
| ☐ Amazonas | | | | | | | |
| Manaus | | 2 | 3 | 1 | | | 6 |
| ☐ Pará | | | | | | | |
| Altamira | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Ananindeua | | | 1 | | | | 1 |
| Belém | 1 | 2 | 4 | | | | 7 |
| Catanhal | | | 1 | | | | 1 |
| Santarém | 3 | 3 | 1 | | | | 7 |
| ☐ Rondônia | | | | | | | |
| Cacoal | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Porto Velho | 1 | | 1 | | | | 2 |
| Vilhena | 1 | 1 | | | | | 2 |
| ☐ Roraima | | | | | | | |
| Boa Vista | | | 1 | | | | 1 |
| São Luiz | | 1 | | | | | 1 |
| ☐ Tocantins | | | | | | | |
| Araguaina | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Palmas | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | | 6 |
| Total geral | 12 | 14 | 16 | 2 | 1 | 2 | 47 |

Anexo BR: Lojas na Rua –Sudeste – Parte 2

| Rio de Janeiro | | | | | | | |
|-----------------------|---|---|---|----|---|---|----|
| Araruama | | 1 | | | | 1 | |
| Barra Mansa | 1 | 1 | 1 | | | 3 | |
| Cabo Frio | 1 | 1 | | | | 2 | |
| Campos dos Goytacazes | 3 | 2 | 1 | | | 6 | |
| Duque de Caxias | | 1 | 2 | | | 3 | |
| Itaboraí | | 1 | 1 | | | 2 | |
| Itaperuna | 1 | 1 | | | | 2 | |
| Macaé | 1 | 1 | 2 | | | 4 | |
| Nilópolis | | | 1 | | | 1 | |
| Niterói | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 | 6 | |
| Nova Friburgo | 1 | 2 | 1 | | | 5 | |
| Nova Iguaçu | | | 1 | | | 1 | |
| Petrópolis | 2 | 2 | | | | 4 | |
| Queimados | | | 1 | | | 1 | |
| Rio das Ostras | 1 | 1 | | | | 2 | |
| Rio de Janeiro | 7 | 6 | 1 | 11 | 3 | 2 | 30 |
| São Gonçalo | | | | 2 | | | 2 |
| São João de Meriti | | | | 2 | | | 2 |
| São Pedro da Aldeia | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Três Rios | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Volta Redonda | 1 | 1 | | | | | 2 |
| São Paulo | | | | | | | |
| Americana | 1 | 1 | 1 | | | | 3 |
| Araçatuba | 1 | 2 | | | | | 3 |
| Araraquara | 1 | 1 | 1 | | | | 3 |
| Araras | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Assis | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Atibaia | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Avaré | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Barueri | | | | 11 | | | 11 |
| Bauru | | 1 | | | | 1 | 2 |
| Bebedouro | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Bertioga | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Birigui | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Boituva | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Botucatu | 1 | 1 | 1 | | | | 3 |
| Bragança Paulista | 1 | | 1 | | | | 2 |
| Caçapava | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Campinas | 1 | 1 | 2 | | 1 | 4 | 9 |
| Campos do Jordão | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Caraguatatuba | 1 | 1 | 1 | | | | 3 |
| Carapicuíba | | | 1 | | | | 1 |
| Catanduva | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Cotia | 1 | | 1 | | | | 2 |
| Cruzeiro | 2 | 2 | | | | | 4 |
| Cubatão | | | 1 | | | | 1 |
| Diadema | | | 1 | | | | 1 |
| Fernandópolis | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Ferraz Vasconcelos | | | 1 | | | | 1 |
| Franco da Rocha | | | 1 | | | | 1 |
| Guaratinguetá | 1 | 2 | | | | | 3 |
| Guaruja | 3 | 3 | 1 | | | | 7 |
| Guarulhos | 1 | 2 | | 1 | | | 4 |
| Ibitinga | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Itanhaem | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Itapetininga | 1 | 1 | | | | | 2 |
| Itapevi | | | | 1 | | | 1 |
| Itaquaquecetuba | | | | 5 | | | 5 |
| Itatiba | 1 | 1 | | | | | 2 |

Anexo BR: Lojas na Rua –Sudeste – Parte 3

| | | | | | | | | | | |
|-----------------------|------------|------------|----------|------------|----------|-----------|-----------|----------|-----------|------------|
| Itu | | | 1 | | | | | | | 1 |
| Jaboticabal | | 1 | | | | | | | | 1 |
| Jacareí | 1 | 2 | 1 | | | | | | | 4 |
| Jacoticabal | 1 | | | | | | | | | 1 |
| Jaguariuna | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Jaú | 1 | 1 | 1 | | | | | | | 3 |
| Jundiaí | 1 | 2 | 1 | | | | | 2 | | 6 |
| Leme | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Lençóis Paulistas | 1 | | | | | | | | | 1 |
| Lins | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Lorena | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Marília | 3 | 4 | | | | 1 | | | | 8 |
| Matão | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Mauá | | | 1 | | | | | | | 1 |
| Mogi das Cruzes | | 2 | 1 | | | | | | | 3 |
| Mogi Guaçu | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Mogi Mirim | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Mongagua | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Mooca | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Olímpia | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Osasco | | | 2 | | | | | | | 2 |
| Ourinhos | 2 | 2 | | | | | | | | 4 |
| Peruibe | 1 | | | | | | | | | 1 |
| Peruibe | | 1 | | | | | | | | 1 |
| Pindamonhangaba | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Piracicaba | 1 | 1 | 1 | | | | | | | 3 |
| POA | | | 1 | | | | | | | 1 |
| Praia Grande | | | 1 | | | | | | | 1 |
| Presidente Prudente | | 2 | | | | | | | | 2 |
| Registro | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Ribeirão Preto | | 1 | | | | | | 1 | | 2 |
| Rio Claro | 1 | 1 | 1 | | | 1 | | | | 4 |
| Rio Preto | | | | 1 | | | | | | 1 |
| Salto | 2 | 2 | | | | | | | | 4 |
| Santo André | 1 | 1 | 1 | | | | | | | 3 |
| Santos | 2 | 2 | 1 | | | | | 2 | | 7 |
| São Bernardo do Campo | 1 | 3 | 3 | | | | | | | 7 |
| São Caetano | | | | | | | | | 1 | 1 |
| São Caetano do Sul | 1 | 1 | 1 | 1 | | | | | | 4 |
| São Carlos | 2 | 2 | 1 | | | | | | | 5 |
| São João da Boa Vista | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| São José do Rio Pardo | 1 | | | | | | | | | 1 |
| São José do Rio Preto | | 2 | 2 | | | | | 1 | | 5 |
| São José dos Campos | 1 | 2 | 1 | | | | | | | 4 |
| São Paulo | 42 | 44 | 38 | 2 | 1 | 19 | 1 | 9 | | 156 |
| São Roque | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| São Sebastião | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| São Vicente | | | 1 | | | | | | | 1 |
| Sertãozinho | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Sorocaba | | | 1 | | | | 1 | | | 2 |
| Sumaré | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Suzano | | | 1 | | | | | | | 1 |
| Tatuí | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Taubaté | 3 | 1 | 1 | | | | | | | 5 |
| Tupã | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Ubatuba | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Valinhos | | | 1 | | | | | | | 1 |
| Vinhedo | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Votorantim | | | 1 | | | | | | | 1 |
| Votuporanga | | 1 | | | | | | | | 1 |
| Votuporanga | 1 | | | | | | | | | 1 |
| Total geral | 201 | 218 | 2 | 142 | 5 | 11 | 27 | 1 | 18 | 625 |

Anexo BR: Lojas na Rua –Sul

| Rótulos de Linha | Cia Hering | Guararapes | Levi Strauss | Marisa | PVH | Renner | Restoque | VF | Malwee | Total geral |
|--------------------------|------------|------------|--------------|-----------|----------|-----------|-----------|----------|----------|-------------|
| Paraná | | | | | | | | | | |
| Apucarana | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Arapongas | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Araucária | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Campo Largo | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Campo Mourão | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Cascavel | 2 | 3 | | | | | | | | 5 |
| Cianorte | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Colombo | | | | | 1 | | | | | 1 |
| Curitiba | 4 | 4 | | 4 | | 1 | | | | 13 |
| Foz do Iguaçu | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| Francisco Beltrão | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Guarapuava | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| Irati | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Londrina | | 1 | | 1 | | | | | | 2 |
| Maringá | | 1 | | 1 | | | | | | 2 |
| Paranavai | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Pato Branco | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Ponta Grossa | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| São José dos Pinhais | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| Sarandi | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Telemaco Borba | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Toledo | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| Umuarama | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| União da Vitória | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Rio Grande do Sul | | | | | | | | | | |
| Alvorada | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Bagé | | | | 1 | | | | | | 1 |
| Bento Gonçalves | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Cachoeirinha | | 1 | | | | | | | | 1 |
| Canoas | 1 | 1 | | 2 | | 1 | | | | 5 |
| Caxias do Sul | | | | 1 | | | | | | 1 |
| Cruz Alta | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Erechim | 1 | 1 | | | | 1 | | | | 3 |
| Farroupilha | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Gramado | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Gravataí | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Novo Hamburgo | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Pelotas | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| Porto Alegre | 1 | 1 | | 9 | | 3 | | | | 14 |
| Rio Grande | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 4 |
| Santa Cruz do Sul | | | | 1 | | | | | | 1 |
| Santa Maria | 1 | 2 | | | | 1 | | | | 4 |
| São Leopoldo | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| Sapucaia do Sul | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Uruguaiana | | | | 1 | | | | | | 1 |
| Santa Catarina | | | | | | | | | | |
| Balneário Camburiú | 1 | 1 | 1 | | | | 2 | | | 5 |
| Blumenau | | | | 3 | | | | | | 3 |
| Brusque | 1 | 1 | | | | | 2 | | | 4 |
| Chapecó | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| Concórdia | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Criciúma | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Florianópolis | 4 | 2 | | 2 | 1 | 4 | 5 | 1 | | 19 |
| Itajaí | 1 | | | 1 | | | | | | 2 |
| Itajaí | | 1 | | | | | | | | 1 |
| Jaraguá do Sul | 1 | 1 | | | | | 2 | | | 4 |
| Joaçaba | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| Lages | 1 | 1 | | 1 | | | | | | 3 |
| Navegantes | | | | 5 | | | | | | 5 |
| Palhoça | 1 | 1 | | 1 | | 1 | | | | 4 |
| Rio do Sul | 1 | 1 | | | | | | | | 2 |
| São José | 8 | | | 1 | | | | | 2 | 11 |
| Total geral | 63 | 58 | 1 | 46 | 1 | 13 | 11 | 1 | 2 | 196 |