



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO TECNOLÓGICO
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO E SISTEMAS
CURSO ENGENHARIA DE PRODUÇÃO CIVIL

Andrieli Pscheidt

**Avaliação de empresa pelo método de fluxo de caixa descontado: Estudo de
caso Lojas Renner S.A.**

Florianópolis
2023

Andrieli Pscheidt

Avaliação de empresa pelo método de fluxo de caixa descontado: Estudo de caso Lojas Renner S.A.

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao curso de Engenharia de Produção Civil do Centro Tecnológico da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Engenharia Civil, com habilitação em Engenharia de Produção.

Orientador(a): Prof. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, Dr.

Florianópolis

2023

Pscheidt, Andrieli

Avaliação de empresa pelo método de fluxo de caixa descontado: Estudo de caso Lojas Renner S.A. / Andrieli Pscheidt ; orientador, Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, 2023.

130 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico,
Graduação em Engenharia de Produção Civil, Florianópolis,
2023.

Inclui referências.

1. Engenharia de Produção Civil. 2. Avaliação de Empresas. 3. Fluxo de Caixa Descontado. 4. Varejo. I. Goulart, Marco Antônio de Oliveira Vieira . II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em Engenharia de Produção Civil. III. Título.

Andrieli Pscheidt

Avaliação de empresa pelo método de fluxo de caixa descontado: Estudo de caso Lojas Renner S.A.

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi avaliado e aprovado pela banca examinadora composta dos seguintes membros:

Prof. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, Dr.

Orientador

Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Lynceo Falavigna Braghirolli, Dr.

Universidade Federal de Santa Catarina

Vinicius Piccinini

Administrador

Certifico que está é a versão final do Trabalho de Conclusão de Curso apresentado pelo autor e julgado adequado por mim e pelos demais membros da banca para obtenção do título de Bacharel em Engenharia Civil com Habilitação em Engenharia de Produção.

Profª. Mônica Maria Mendes Luna, Dra.
Coordenadora do Curso de Engenharia de Produção

Prof. Marco Antônio de Oliveira Vieira Goulart, Dr.
Orientador

Florianópolis, 2023

AGRADECIMENTOS

Gostaria de expressar minha profunda gratidão à minha família, especialmente aos meus pais por todo apoio inestimável que me proporcionaram desde a minha infância. Esse apoio desempenhou um papel fundamental na minha jornada até o ponto em que me encontro hoje. Agradeço a eles por sempre terem acreditado em mim, por constantemente me incentivarem a buscar conhecimento, estudar e almejar mais, e por terem cultivado em mim a crença de que eu poderia alcançar horizontes ainda mais distantes.

Também quero dedicar meus agradecimentos ao meu namorado, que me acompanhou ao longo da graduação e esteve ao meu lado nos momentos alegres, bem como nos desafios deste trabalho. Agradeço não apenas pelo companheirismo, apoio, carinho e incentivo, mas, também pelos valiosos ensinamentos técnicos compartilhados sobre este assunto.

Agradeço aos amigos que estiveram ao meu lado durante minha jornada na UFSC, que estudaram comigo, compartilharam conhecimento, me apoiaram e torceram por mim. Aqui inclui também as amigas que moram comigo, que acompanharam de perto as dores e conquistas do dia a dia e que não mediram esforços para me apoiar nesta reta final.

Ao orientador Marco Goulart pela paciência, ensinamentos e contribuições, fatores fundamentais para a qualidade deste estudo.

Por fim, gostaria de estender meus agradecimentos a todos os outros professores que deixaram sua marca em minha trajetória. Desde aqueles que me ensinaram a ler e escrever até aqueles que contribuíram para minha preparação para o vestibular, bem como os professores do curso de Engenharia de Produção, que compartilharam valiosos ensinamentos sobre a profissão.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo avaliar a Lojas Renner S.A. a fim de determinar o seu valor econômico. O método utilizado foi o Fluxo de Caixa Descontado, o qual avalia o valor presente dos fluxos de caixa futuros de uma empresa para determinar seu valor atual. Para a aplicação do método, conduziu-se uma série de análises. Entre elas estão análises qualitativas do setor no qual a Lojas Renner está inserida, cenário macroeconômico, indústria de vestuário e os clientes finais, bem como análises financeiras quantitativas baseadas no histórico da empresa. Essas análises foram fundamentais para embasar as premissas necessárias na projeção do fluxo de caixa futuro, como oportunidade de crescimento nos diferentes canais de venda e gestão de capital de giro. Adicionalmente, conduziu-se estudos de mercado para identificar o potencial que a empresa ainda tem por explorar, adotando abordagens distintas para cada unidade de negócio, incluindo não apenas o varejo, mas também os serviços financeiros. Por fim, para testar as conclusões obtidas, foi realizada uma análise de sensibilidade considerando as variáveis que mais influenciam o valor estimado da companhia. Além disso, foram comparados os resultados do método Fluxo de Caixa Descontado com a avaliação baseada em múltiplos de mercado. O resultado obtido do Fluxo de Caixa Descontado foi um valor de mercado de R\$9,611 bilhões, ou R\$10,11 por ação, o que ficou abaixo da cotação da empresa na data do estudo e abaixo do resultado da análise por múltiplos de mercado.

Palavras-chave: Avaliação de Empresas. Fluxo de Caixa Descontado. Varejo.

ABSTRACT

The present study aims to evaluate Lojas Renner S.A. in order to determine its economic value. The method used was Discounted Cash Flow, which evaluates the present value of a company's future cash flows to determine its current value. To apply the method, a series of analyses were conducted. These included qualitative analyses of the sector in which Lojas Renner operates, the macroeconomic scenario, the apparel industry, and the end customers, as well as quantitative financial analyses based on the company's historical data. These analyses were crucial in providing the necessary assumptions for projecting future cash flow, such as growth opportunities in different sales channels and working capital management. Additionally, market studies were conducted to identify the untapped potential the company still has, adopting different approaches for each business unit, including not only retail but also financial services. Finally, to test the conclusions obtained, a sensitivity analysis was conducted considering the variables that most influence the estimated value of the company. Additionally, the results of the Discounted Cash Flow method were compared with the market-based multiple valuation. The result obtained from the Discounted Cash Flow was a market value of R\$9.611 billion, or R\$10.11 per share, which was below the company's stock price on the date of the study and below the result of the market multiple analysis.

Keywords: Valuation. Discounted Cash Flow. Retail.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Caracterização da Pesquisa	20
Figura 2 - Fluxograma das atividades	23
Figura 3 - Esquema das Forças de Porter	35
Figura 4 - <i>Market share</i> do segmento de vestuário e calçados no Brasil	51
Figura 5 - Ecossistema de moda e <i>lifestyle</i> Lojas Renner.....	64

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Método de pagamento utilizado em compras online.....	53
Gráfico 2 - Meio de pagamento no segmento de moda	53
Gráfico 3 - Evolução da receita da Lojas Renner	72
Gráfico 4 - Participação das marcas na receita do Varejo	72
Gráfico 5 - Participação dos produtos e serviços na receita de serviços financeiros	73
Gráfico 6 - Crescimento do varejo e vendas de mesmas lojas.....	74
Gráfico 7 – Passivo e Patrimônio Líquido da Lojas Renner	77
Gráfico 8 - Dívida líquida ao longo do tempo	78
Gráfico 9 - Evolução da liquidez.....	79
Gráfico 10 - Evolução do CAPEX.....	79
Gráfico 11 - Composição do CAPEX ao longo do tempo	80
Gráfico 12 - Margem bruta do varejo e por marca.....	81
Gráfico 13 - Margem operacional e margem líquida	82
Gráfico 14 - Rentabilidade ao longo do tempo	82
Gráfico 15 - Receita por metro quadrado de cada marca ao longo do tempo	90
Gráfico 16 - Margem bruta e taxa Selic.....	94
Gráfico 17 - Prazo médio de estoque.....	104
Gráfico 18 - Interpolação para prazo médio de estoque	105
Gráfico 19 - Prazo médio de recebimento	106
Gráfico 20 - Interpolação para prazo médio de recebimento	107
Gráfico 21 - Prazo médio de pagamento.....	108
Gráfico 22 - Histórico de margem bruta do varejo.....	119

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Balanço Patrimonial Lojas Renner S.A.	25
Tabela 2 - Demonstração de Resultado do Exercício Lojas Renner S.A.	26
Tabela 3 - Demonstração dos Fluxos de Caixa Lojas Renner S.A.....	27
Tabela 4 - Fluxo de caixa livre do acionista.....	39
Tabela 5 – Fluxo de caixa livre da firma.....	39
Tabela 6 - PIB e evolução do varejo restrito	45
Tabela 7 - Indicadores macroeconômicos que exercem influência sobre o varejo ...	46
Tabela 8 - Acionistas com mais de 5% de ações da Lojas Renner.....	58
Tabela 9 - Análise do desempenho do digital.....	74
Tabela 10 - Custos de varejo e serviços financeiros com receita líquida	75
Tabela 11 - Participação das despesas nas despesas totais	76
Tabela 12 - Margem Bruta e margem bruta por segmento	80
Tabela 13 - Premissas Macroeconômicas.....	85
Tabela 14 - Participação de varejo e serviços financeiros na receita líquida	87
Tabela 15 - Histórico de receita de vendas físicas e vendas digitais	87
Tabela 16 - Projeção do saldo de abertura de novas lojas	88
Tabela 17 - Projeção de média de lojas	89
Tabela 18 - Projeção de metragem quadrada	90
Tabela 19 - Projeção de receita por metro quadrado de cada marca	91
Tabela 20 - Projeção de receita líquida vendas físicas	91
Tabela 21 - Projeção de receita líquida do varejo	91
Tabela 22 - Projeção receita líquida.....	92
Tabela 23 - Histórico de margem bruta.....	92
Tabela 24 - Projeção de custos e margem bruta varejo.....	93
Tabela 25 - Custos e margem serviços financeiros.....	94
Tabela 26 - SG&A pré CPC-06	95
Tabela 27 - Projeção de SG&A	96
Tabela 28 - Projeção de Perdas em crédito, líquidas.....	96
Tabela 29 – Projeção de Outros Resultados Operacionais.....	97
Tabela 30 - Projeção EBITDA	97
Tabela 31 – Depreciação e amortizações em relação à receita líquida de varejo.....	98
Tabela 32 - Projeção depreciação e amortizações e resultado operacional	98

Tabela 33 - Análise de alíquota de IR e CS	99
Tabela 34 - Projeção de IRPJ e CSLL	100
Tabela 35 - Histórico de Investimentos	100
Tabela 36 - Projeção de CAPEX	102
Tabela 37 - Projeção de estoque	105
Tabela 38 - Projeção prazo médio de recebimento	107
Tabela 39 - Projeção de contas a pagar (fornecedores)	108
Tabela 40 - Projeção Variação da necessidade de capital de giro	109
Tabela 41 - Projeção do Fluxo de Caixa da Firma	109
Tabela 42 - Cálculo do custo de capital próprio	110
Tabela 43 - Custo país - Brasil	113
Tabela 44 - Custo de Capital de Terceiros	114
Tabela 45 - Estrutura de capital da companhia	114
Tabela 46 - Valor da Perpetuidade.....	116
Tabela 47 - Fluxo de caixa a valor presente.....	116
Tabela 48 - Dívida Líquida e Valor de Mercado	117
Tabela 49 - Valor da companhia pelo Fluxo de Caixa Descontado.....	117
Tabela 50 - Sensibilidade ao WACC e ao incremento de margem bruta de varejo.	118
Tabela 51 - Sensibilidade ao WACC e às variáveis de prazos médios	119
Tabela 52 - Sensibilidade a variáveis de prazos médios e incremento na margem bruta de varejo.....	120
Tabela 53 - Preço/Valor patrimonial das empresas.....	121
Tabela 54 - Preço/lucro das empresas.....	121
Tabela 55 - EV/EBITDA das empresas	122
Tabela 56 - Valor da empresa e preço	122

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BP	Balanço Patrimonial
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
CAPEX	<i>Capital Expenditure</i>
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
DRE	Demonstrativo de Resultado do Exercício
DFC	Demonstrativo do Fluxo de Caixa
EBITDA	<i>Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization</i>
EBIT	<i>Earnings before interest, taxes</i>
EV	Enterprise Value
FCD	Fluxo de Caixa Descontado
FCDE	Fluxo de Caixa Disponível da Empresa
FCF	<i>Free Cass Flow</i>
NOPAT	<i>Net Operating Profit After Taxes</i>
ROA	Retorno sobre o Ativo
ROE	<i>Return on Equity</i>
ROI	Retorno sobre o Investimento
VPA	Valor Patrimonial da Ação
WACC	<i>Weighted Average Capital Cost</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	17
1.1	TEMA E DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	17
1.2	OBJETIVOS.....	18
1.2.1	Objetivo Geral.....	18
1.2.2	Objetivos Específicos.....	18
1.3	JUSTIFICATIVA	19
1.4	METODOLOGIA	20
1.5	ESTRUTURA DO TRABALHO.....	22
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	24
2.1	DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS	24
2.1.1	Balço Patrimonial.....	24
2.1.2	Demonstrativo do Resultado do Exercício (DRE)	25
2.1.3	Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC).....	26
2.2	INDICADORES DE DESEMPENHO FINANCEIRO	27
2.2.1	Indicadores de Liquidez	28
2.2.2	Indicadores de Endividamento	29
2.2.3	Indicadores de Giro	30
2.2.4	Indicadores de margem ou Lucratividade	32
2.2.5	Indicadores de Retorno	32
2.3	TÉCNICAS DE AVALIAÇÃO QUALITATIVA DE NEGÓCIOS	34
2.3.1	Análise da indústria	34
2.4	MÉTODO DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	36
2.4.1	Avaliação Relativa ou Avaliação por Múltiplos	36
2.4.2	Fluxo de caixa descontado	37
2.4.2.1	<i>Fluxo de caixa.....</i>	38
2.4.2.1.1	Fluxo de caixa livre do acionista	38
2.4.2.1.2	Fluxo de caixa livre da firma	39
2.4.2.2	<i>Taxa de desconto.....</i>	40
2.4.2.2.1	Custo de capital de terceiros	40
2.4.2.2.2	Custo de capital próprio	41
2.4.2.2.3	Custo médio ponderado de capital (WACC)	42

2.4.2.3	<i>Projeção dos fluxos de caixa</i>	43
2.4.2.4	<i>Perpetuidade e valor residual</i>	43
3	ANÁLISE SETORIAL	45
3.1	<i>DRIVERS MACROECONÔMICOS DO SETOR</i>	45
3.2	<i>DINÂMICA DE COMPETITIVIDADE DO SETOR</i>	47
3.2.1	Varejo – Comércio	47
3.2.1.1	<i>Indústria de Vestuário</i>	48
3.2.1.2	<i>Clientes</i>	49
3.2.1.3	<i>Subsetor de tecidos, calçados e vestuário</i>	50
3.2.2	Varejo – Meios de Pagamento	52
4	LOJAS RENNER S.A.	55
4.1	<i>HISTÓRICO</i>	55
4.2	<i>MERCADO DE ATUAÇÃO</i>	56
4.3	<i>GOVERNANÇA CORPORATIVA E ESTRUTURA ACIONÁRIA</i>	57
4.4	<i>DIRETORIA EXECUTIVA E CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO</i>	59
4.5	<i>MODELO DE NEGÓCIO</i>	60
4.6	<i>ESTRATÉGIA</i>	63
4.6.1	Omnicanalidade	64
4.6.2	Conteúdo e branding	65
4.6.3	Clientes / Loyalty	65
4.6.4	Soluções financeiras	65
4.6.5	Serviços adjacentes ao core	66
4.6.6	Marketplace e serviços para sellers	66
4.7	<i>VANTAGENS E POSIÇÃO COMPETITIVA</i>	67
4.7.1	Vantagens competitivas da Lojas Renner	67
4.7.2	Posição competitiva no mercado	68
4.7.2.1	<i>Poder de barganha de fornecedores</i>	68
4.7.2.2	<i>Poder de barganha de clientes</i>	68
4.7.2.3	<i>Rivalidade entre concorrentes</i>	69
4.7.2.4	<i>Ameaça de novos concorrentes</i>	69
4.7.2.5	<i>Ameaça de produtos substitutos</i>	70
5	INDICADORES FINANCEIROS	71
5.1	<i>RECEITA</i>	71
5.2	<i>CUSTOS E DESPESAS</i>	74

5.3	ENDIVIDAMENTO, LIQUIDEZ E INVESTIMENTOS	77
5.4	RENTABILIDADE E LUCRATIVIDADE.....	80
6	VALUATION	84
6.1	FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	84
6.1.1	Premissas	85
6.1.2	Fluxo de Caixa da Firma.....	86
6.1.2.1	<i>Projeção de Resultado Operacional.....</i>	86
6.1.2.1.1	Projeção de Receita.....	86
6.1.2.1.2	Projeção de custos e Margem bruta	92
6.1.2.1.3	Projeção de despesas, EBITDA e Resultado Operacional	95
6.1.2.2	<i>Projeção de Imposto Operacional.....</i>	98
6.1.2.3	<i>Projeção de CAPEX.....</i>	100
6.1.2.4	<i>Projeção de necessidade de capital de giro.....</i>	102
6.1.2.4.1	Estoques.....	103
6.1.2.4.2	Contas a receber	105
6.1.2.4.3	Contas a pagar – fornecedores.....	107
6.1.2.5	<i>Projeção do fluxo de caixa da firma</i>	109
6.1.3	Taxa de desconto.....	109
6.1.3.1	<i>Capital próprio.....</i>	110
6.1.3.1.1	Rf - Risk Free.....	110
6.1.3.1.2	Beta	111
6.1.3.1.3	Retorno do mercado	111
6.1.3.1.4	Prêmio	112
6.1.3.1.5	Inflação norte-americana	112
6.1.3.1.6	Inflação brasileira e diferença de inflação.....	112
6.1.3.1.7	Custo país – Brasil.....	112
6.1.3.2	<i>Capital de terceiros</i>	113
6.1.3.3	<i>Custo médio ponderado de Capital (WACC)</i>	114
6.1.4	Perpetuidade e valor da Lojas Renner	115
6.1.5	Análise de Sensibilidade	117
6.2	AVALIAÇÃO RELATIVA OU AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS	120
6.2.1	Preço / Valor Patrimonial.....	120
6.2.2	Preço/Lucro	121
6.2.3	EV/EBITDA.....	122

7 CONCLUSÃO123

1 INTRODUÇÃO

Este capítulo tem como objetivo apresentar o tema e a definição do problema, expor os objetivos gerais e específicos e justificar a pesquisa. Além disso, será apresentado a metodologia utilizada e a estrutura do trabalho.

1.1 TEMA E DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Desde o surgimento das primeiras transações financeiras existe um esforço para precificação de empresas. Por conta da falta de conhecimento neste tema, diversas decisões de investimentos foram tomadas de maneira equivocada e que geraram importantes problemas sociais como os que decorreram durante a crise de 1929 nos Estados Unidos da América, bem como na bolha das tulipas holandesas, em meados do século XVII.

Nesse contexto, a aplicação e disseminação do conhecimento sobre Avaliação de Empresas mostra sua importância fundamental para todos os agentes interessados na companhia. Aos gestores, abre-se a possibilidade de tomar decisões que agreguem maior valor à empresa, fim último da sua gestão, segundo Gitman (2010). Ao acionista, existem ganhos ainda maiores: é possível avaliar com clareza a qualidade da gestão que foi acima mencionada, e principalmente, determinar de modo mais preciso o preço da companhia. Além disso, a avaliação pode ser de relevância para outros agentes como credores e em possíveis casos de fusões e aquisições de empresas (Gitman, 2010). Adicionalmente, ao utilizar o método de Fluxo de Caixa Descontado, a relevância deste estudo transcende o valor calculado em si, uma vez que está intrinsecamente ligado ao processo de compreensão das premissas adotadas e dos cálculos executados.

Ademais, com a ampliação do acesso dos indivíduos aos mercados ocorrido na última década e o surgimento de diversos estudos que trouxeram novos modelos de análise e complementos às técnicas de precificação da empresa, o tema se mostra abundante e com alta relevância no período atual.

O setor de varejo foi altamente impactado pelas medidas sanitárias impostas pela pandemia de Covid-19 e as novas necessidades e desejos dos consumidores, fazendo com que sua estratégia competitiva fosse repensada e atualizada ao novo cenário pós-pandemia. Além disso, esse cenário é bastante desafiador com variáveis

macroeconômicas contracionistas, como alta taxa de juros que inibe investimentos e gastos com bens e serviços.

A escolha da Lojas Renner S.A. como objeto de estudo neste trabalho é fundamentada em sua sólida posição no mercado varejista de moda. A companhia é líder neste segmento e a análise retrospectiva de seus resultados revela consistência notável, demonstrando a eficácia da gestão ao longo do tempo. Além disso, a Lojas Renner demonstra uma postura proativa ao adotar uma estratégia tecnológica robusta, alinhada às exigências e dinâmicas do atual mercado.

Nesse contexto inicia-se o estudo de caso em relação as Lojas Renner S.A., cujo problema para o tema é: Qual é o seu valor econômico?

1.2 OBJETIVOS

Os objetivos da pesquisa se dividem em objetivo geral e objetivos específicos.

1.2.1 Objetivo Geral

Avaliar as Lojas Renner S.A. para determinação de seu valor econômico pelo método de Fluxo de Caixa Descontado.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Analisar a competitividade do comércio de tecidos, vestuário e calçados, mercado o qual a Lojas Renner S.A. está inserida;
- Analisar a Lojas Renner S.A. em relação ao seu modelo de negócio e suas vantagens competitivas a fim de obter embasamento para as projeções futuras;
- Analisar o desempenho operacional e financeiro da Lojas Renner S.A. em relação aos principais indicadores consolidados na literatura a fim de obter embasamento para as projeções futuras;
- Projetar os resultados futuros da empresa, baseando-se em premissas operacionais, financeiras e econômicas;
- Checar os resultados obtidos com: análise de sensibilidade e método de Avaliação por Múltiplos.

1.3 JUSTIFICATIVA

A escolha do tema Avaliação de Empresa, ou *valuation*, se deve à sua importância para o processo decisório de investimentos, seja este feito por gestores e stakeholders da empresa, agentes externos como em situações de fusões e aquisições, credores, investidores e demais agentes que possam estar interessados nessa avaliação. De acordo com estudo de Luiz Furtado Filho *et al.* (2021), há 60 publicações de artigos científicos sobre análise de empresas entre os anos de 1999 e 2007, sendo que se quebrar o período de análise em dois, tem-se que entre 1999 e 2006 há 24 artigos e entre os anos de 2009 e 2017 há 34 artigos, o que indica um aumento nas publicações.

A escolha do método de Fluxo de Caixa Descontado se deve ao seu elevado rigor conceitual e técnico e por ser o mais indicado e utilizado, segundo Assaf Neto (2014). Essa afirmação de Assaf Neto (2014) é confirmada por Pinto, Robinson e Stowe (2019): seu estudo envolveu 1980 profissionais analistas de *equity* do CFA Institute, sendo que 78,8% dessas pessoas responderam que utilizam alguma abordagem de valor presente descontado e deste grupo, 86,8% disseram que utilizam o fluxo de caixa livre descontado.

O tema do presente trabalho se relaciona com a Engenharia de Produção, mais especificamente com sua subárea Engenharia Econômica. Assim como para um engenheiro de produção é necessário saber a viabilidade econômica para a tomada de diversas decisões de investimentos no contexto da indústria, a Avaliação de Empresas pelo Método de Fluxo de Caixa Descontado segue o mesmo princípio de analisar a capacidade futura de geração de caixa, trazendo os fluxos de caixa futuros esperados a valor presente e descontados por uma taxa de desconto apropriada. Além disso, outros conhecimentos do âmbito da Engenharia de Produção, sejam esses em áreas estratégicas ou operacionais, são de grande valia para as análises qualitativas e quantitativas que serão realizadas com o intuito de fornecer embasamento para a avaliação da companhia.

Por fim, a escolha da empresa Lojas Renner S.A. se deu pelo interesse em aprofundamento do setor de varejo: o curso de Engenharia de Produção traz enfoque na indústria de transformação e é de interesse compreender o fim da cadeia de produção, analisar uma companhia de contato direto com o cliente final. Além disso, esse setor apresenta alta sensibilidade a variáveis macroeconômicas como inflação e

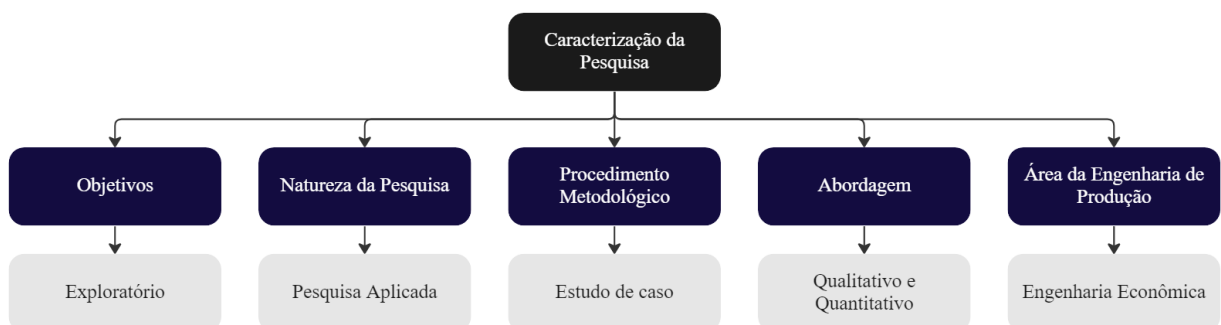
taxas de juros, estas mais altas e desafiadoras em 2022 do que em anos anteriores. Em relação à companhia, as Lojas Renner S.A. possui excelente histórico de resultados e posicionamento no mercado. Além disso, é de relevância atualizar a visão da empresa com o cenário pós-pandemia no qual ocorreram diversas mudanças, inclusive da estratégia do seu modelo de negócios.

1.4 METODOLOGIA

De acordo com a classificação das áreas de Engenharia de Produção da ABEPRO (201-), o presente trabalho se enquadra na área de Engenharia Econômica e na subárea de Gestão de Investimentos. O procedimento técnico desta pesquisa é categorizado como um estudo de caso. Segundo Miguel (2010), o estudo de caso possui caráter empírico de investigação de um fenômeno no contexto real contemporâneo com análise aprofundada de um ou mais objetos (“casos”) e proporciona amplo e detalhado conhecimento desse fenômeno. De acordo com a natureza de pesquisa, este projeto é caracterizado como pesquisa aplicada, tendo em vista que utiliza métodos e ferramentas já existentes na literatura para aplicação em um caso específico. De acordo com Gil (2017) há três objetivos de pesquisa: exploratório, descritivo ou explicativo, sendo que o presente trabalho se caracteriza como exploratório, dado o levantamento bibliográfico envolvido e a observação e compreensão de diversos aspectos referente a empresa para alcançar seu valor econômico. A abordagem do tema é tanto quantitativa quanto qualitativa.

Segue figura para melhor entendimento da caracterização da pesquisa.

Figura 1 - Caracterização da Pesquisa



Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Para obter o valor econômico da companhia Lojas Renner S.A. será utilizado o método de Fluxo de Caixa Descontado, abordagem quantitativa. Este método é o mais recomendado e aplicado para a avaliação de empresas, dado seu rigor técnico e conceitual, conforme Assaf Neto (2014). De acordo com Serra e Wickert (2021) o conceito central é que a companhia tem valor proporcional a sua geração de caixa futuro e que este valor pode ser calculado com a projeção desse fluxo de caixa potencial trazido a valor presente por uma taxa de desconto relacionada ao risco atribuído a este fluxo de caixa.

Na utilização do método de Fluxo de Caixa Descontado, algumas etapas anteriores são necessárias. Primeiramente, será realizado um estudo de análise setorial no qual a empresa escolhida faz parte. Essa análise setorial compreende uma avaliação dos drivers macroeconômicos que influenciam o setor, bem como uma análise da dinâmica de competitividade. O segundo passo consistirá na análise da empresa, englobando seu histórico, mercado de atuação, governança corporativa, estrutura acionária, diretoria executiva, conselho de administração, modelo de negócio, estratégia e vantagem competitiva. O terceiro passo será a análise dos indicadores da companhia, abrangendo aspectos relacionados à receita, custos, despesas, endividamento, liquidez, investimentos, rentabilidade e lucratividade.

No método de Fluxo de Caixa Descontado, será selecionado o fluxo de caixa da firma. Conforme Serra e Wickert (2021), ao utilizar esse método deverá ser projetado o resultado operacional, imposto operacional, depreciação e amortização, CAPEX e investimento em capital de giro líquido. Adicionalmente, é necessário calcular o valor da perpetuidade e a taxa de desconto para trazer todos os fluxos de caixa a valor presente (Serra e Wickert, 2021). Após calculado o valor da companhia pelo método de Fluxo de Caixa Descontado, será apresentada uma análise de sensibilidade, considerando as variáveis mais sensíveis em relação ao modelo desenvolvido.

Por fim, procede-se à comparação do valor obtido por meio do Fluxo de Caixa Descontado com os valores derivados da análise por múltiplos. Conforme destacado por Serra e Wickert (2021), o mercado proporciona referências para a avaliação de empresas em termos de *firm value* e *equity value*. Os autores também comentam três passos fundamentais: primeiro, analisar a comparabilidade das empresas selecionadas com a empresa em avaliação; segundo, calcular a média dos múltiplos

das empresas selecionadas; e, terceiro, calcular o valor da companhia com base no múltiplo médio de mercado das empresas selecionadas (Serra e Wickert, 2021).

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

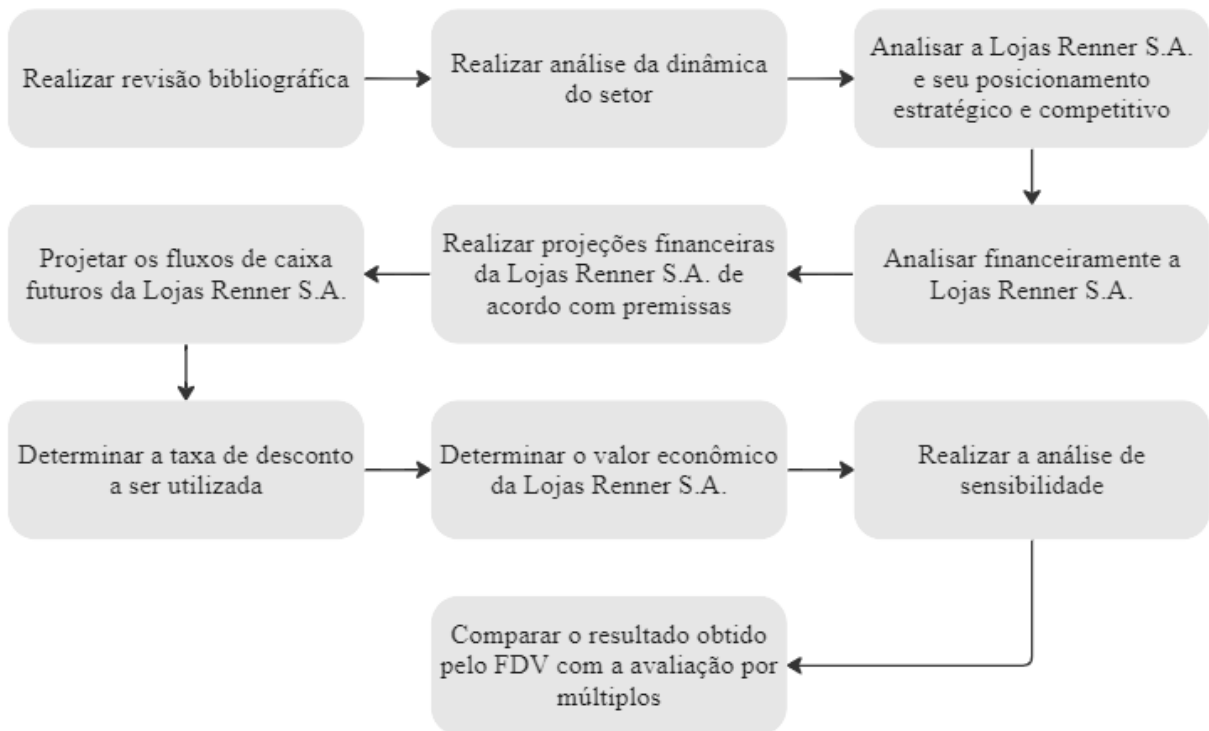
Este trabalho estrutura-se em nove capítulos, sendo este de introdução o primeiro deles. Neste capítulo foi abordado o tema de *valuation* e a definição do problema do trabalho, objetivos, tanto geral quanto específicos, e a justificativa, tanto do tema de Avaliação de Empresas e sua relação com a Engenharia de Produção quanto do setor de varejo e a companhia Lojas Renner S.A. Ademais, foi apresentado a metodologia a ser seguida e a presente estruturação do trabalho.

No capítulo 2 será apresentada a revisão bibliográfica, que tem a função de fornecer embasamento para o trabalho. Serão abordados os principais demonstrativos contábeis, os principais indicadores de desempenho financeiro e técnicas de avaliação qualitativa de negócios para melhor entendimento do posicionamento estratégico da empresa. Por fim, serão apresentados os métodos de Avaliação de Empresas, com ênfase no método de Fluxo de Caixa Descontado.

O capítulo 3 será voltado à análise da dinâmica do setor em que a Lojas Renner está inserida: drivers macroeconômicos do setor, dinâmica de competitividade do varejo e análise dos meios de pagamento. Já o capítulo 4 será voltado à empresa, seu modelo de negócio, estratégia e competitividade. Por fim, no capítulo 5 será realizada a análise financeira da companhia com os principais indicadores de desempenho financeiro, estes apresentados no capítulo 2, referente à revisão bibliográfica.

No capítulo 6 serão estabelecidas as premissas, as projeções de fluxos de caixa futuros e a taxa de desconto, seguindo o modelo de Fluxo de Caixa Descontado para obtenção do valor das Lojas Renner S.A. Neste mesmo capítulo serão apresentadas a análise de sensibilidade e avaliação por múltiplos. Por fim, no capítulo 7 serão apresentadas as considerações finais do trabalho e a sua conclusão.

Figura 2 - Fluxograma das atividades



Fonte: Elaborado pela autora (2023)

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Este capítulo tem o intuito de realizar a revisão bibliográfica para obter embasamento científico para o trabalho. Serão abordados os seguintes tópicos: principais demonstrativos contábeis, principais indicadores de desempenho financeiros, técnicas de avaliação qualitativa de negócios e, por fim, métodos de Avaliação de Empresas, com ênfase no método de Fluxo de Caixa Descontado.

2.1 DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

De acordo com Assaf Neto (2015), as demonstrações contábeis são documentos que oferecem informações sobre aspectos econômicos e financeiros de uma empresa. De acordo com a Lei nº 6.404/76, conhecido por Lei das Sociedades por Ações, e complementada e atualizada pela Lei nº 11.638/07 e Lei nº 11.941/09, toda Sociedade Anônima deve obter e publicar, de acordo com normas da contabilidade as seguintes demonstrações contábeis: (i) Balanço Patrimonial, (ii) Demonstração do Resultado do Exercício, (iii) Demonstração dos Fluxos de Caixa, (iv) Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados ou Demonstração das Mutações do patrimônio Líquido e (v) Demonstração do Valor Adicionado. A seguir, as três primeiras serão detalhadas, visto que são bases para compreensão da situação atual financeira da companhia e trazem embasamento para os métodos de Avaliação de Empresas.

2.1.1 Balanço Patrimonial

Segundo Assaf Neto (2015), o Balanço Patrimonial expõe a posição financeira e patrimonial de uma organização em um dado momento no tempo, sendo sua informação estática. Ainda segundo Assaf Neto (2015), este documento é dividido em 3 partes: ativo, que são aplicações de recursos da organização; passivo, exigibilidade e obrigações; e patrimônio líquido, diferença entre o total do ativo e total do passivo em dado momento.

De acordo com a Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas), os ativos são categorizados em ativo circulante e ativo não circulante e os passivos em passivo circulante e passivo não circulante, cuja classificação está relacionada com a

realização dessas contas ou período de vencimento. De acordo com Assaf Neto (2015) o circulante está relacionado ao curto prazo e o não circulante é referente ao longo prazo, sendo que a legislação brasileira utilizou o exercício social das empresas como base. Dessa forma, ativos e passivos vencíveis no exercício seguinte ao encerramento do balanço são considerados como curto prazo (Assaf Neto, 2015).

Tabela 1 - Balanço Patrimonial Lojas Renner S.A.

ATIVO	2T 2023	PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	2T 2023
ATIVO TOTAL	R\$ 19.953.683	PASSIVO TOTAL	R\$ 19.953.683
ATIVO CIRCULANTE	R\$ 11.838.578	PASSIVO CIRCULANTE	R\$ 6.835.103
Caixa e equivalente de caixa	R\$ 2.319.961	Empréstimos e financiamentos	R\$ 1.131.792
Aplicações Financeiras	R\$ 581.479	Arrendamentos a pagar	R\$ 731.470
Contas a Receber	R\$ 6.134.588	Fornecedores	R\$ 1.351.875
Estoques	R\$ 1.938.976	Obrigações e Outras obrigações	R\$ 3.487.578
Tributos a recuperar	R\$ 713.793	Provisão para Riscos	R\$ 86.673
Instrumentos financeiros derivativos	R\$ 15	Instrumentos financeiros derivativos	R\$ 45.715
Outros ativos circulantes	R\$ 149.766	PASSIVO NÃO CIRCULANTE	R\$ 3.406.100
ATIVO NÃO CIRCULANTE	R\$ 8.115.105	Empréstimos e financiamentos	R\$ 1.194.791
Tributos a recuperar	R\$ 221.957	Arrendamentos a pagar	R\$ 2.065.618
Imposto de renda e contribuição social diferidos	R\$ 698.845	Imposto de renda e contribuição social diferidos	R\$ 4.782
Outros ativos	R\$ 202.662	Fornecedores	R\$ 24.446
Imobilizado	R\$ 2.793.931	Provisão para Riscos	R\$ 55.990
Direito de Uso	R\$ 2.506.144	Outras obrigações	R\$ 60.473
Intangível	R\$ 1.691.566	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	R\$ 9.712.480
		Capital Social	R\$ 9.022.277
		Ações em Tesouraria	-R\$ 165.875
		Reservas de Capital	R\$ 110.107
		Reservas de Lucro	R\$ 740.301
		Outros resultados abrangentes	R\$ 75.610
		Lucros (Prejuízos Acumulados)	-R\$ 69.940

Fonte: Adaptado de Lojas Renner S.A. (2023g)

De acordo com Gitman (2010), os bens e direitos da organização, seus ativos, devem se equilibrar com seu financiamento, o qual pode ser de capital próprio ou de capital de terceiros. Dessa forma temos que a equação abaixo deve ser respeitada (Assaf Neto, 2015, p.64).

$$\text{Ativo} = \text{Passivo} + \text{Patrimônio Líquido} \quad (1)$$

2.1.2 Demonstrativo do Resultado do Exercício (DRE)

De acordo com Assaf Neto (2015, p. 83), a Demonstração do Resultado do Exercício “retrata as principais operações realizadas por uma empresa em determinado período” sendo que os principais destaques deste documento são as informações referente às receitas, despesas e resultado líquido.

A demonstração de resultado do exercício (DRE) visa fornecer, de maneira esquematizada, os resultados (lucro ou prejuízo) auferidos pela empresa em determinado exercício social, os quais são transferidos para contas do patrimônio líquido (Assaf Neto, 2015, p. 83).

A Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas) estabelece uma sequência de apresentação dessas informações financeiras, conforme também apresentado por Assaf Neto (2015). Segue abaixo essa estrutura.

Tabela 2 - Demonstração de Resultado do Exercício Lojas Renner S.A.

Demonstração do Resultado	2022	
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	R\$	13.271.138
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-R\$	5.286.322
Resultado Bruto	R\$	7.984.816
Despesas/Receitas Operacionais	-R\$	6.577.415
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	R\$	1.407.401
Resultado Financeiro	-R\$	23.116
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	R\$	1.384.285
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	-R\$	92.581
Lucro Líquido do Período	R\$	1.291.704

Fonte: Adaptado de Lojas Renner S.A. (2023g)

2.1.3 Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC)

De acordo com a Lei nº 6.404/76 e a Lei nº 11.638/07, a Demonstração dos Fluxos de Caixa apresenta as alterações ocorridas no saldo de caixa e equivalentes de caixa no exercício, sendo que é dividida em três tipos de atividades: operações, financiamentos e investimentos.

Assaf Neto (2015) comenta a importância desse documento para a análise da organização:

A DFC permite que se analise, principalmente, a capacidade financeira da empresa em honrar seus compromissos perante terceiros (empréstimos e financiamentos) e acionistas (dividendos), a geração de resultados de caixa futuros e das operações atuais, e a posição de liquidez e solvência financeira (Assaf Neto, 2015, p. 104).

De acordo com Assaf Neto (2015), as companhias podem elaborar o demonstrativo pelo Método Direto ou pelo Método Indireto, de acordo com a legislação brasileira.

O Método Indireto parte do lucro líquido do exercício para se conciliar com o caixa gerado pelas operações. O Método Direto destaca as movimentações financeiras explicitando as entradas e saídas de recursos de cada componente da atividade operacional, como recebimento de vendas, pagamentos de juros e impostos, etc (Assaf Neto, 2015, p. 105).

Por fim, Assaf Neto (2015) sugere uma estrutura da Demonstração dos Fluxos de Caixa realizada pelo Método Indireto, conforme segue abaixo.

Tabela 3 - Demonstração dos Fluxos de Caixa Lojas Renner S.A.

Demonstração do Fluxo de Caixa (Método Indireto)	Acumulado 01/01/2023 à 30/06/2023	
Caixa Líquido Atividades Operacionais	R\$	699.992
Caixa Gerado nas Operações	R\$	1.126.756
Variações nos Ativos e Passivos	-R\$	323.464
Outros	-R\$	103.300
Caixa Líquido Atividades de Investimento	-R\$	278.845
Aquisições de imobilizado e intangível	-R\$	278.815
Aquisição de controladas, líquidas de caixa adquirido	-R\$	30
Caixa Líquido Atividades de Financiamento	-R\$	923.597
Aumento de capital social	R\$	-
Recuperação de ações	-R\$	288.180
Captações e amortização de empréstimos e debêntures	-R\$	102.160
Contraprestação de arrendamentos a pagar	-R\$	375.755
Juros sobre capital próprio e dividendos pagos	-R\$	157.502
Variação Cambial s/ Caixa e Equivalentes	-R\$	25.940
Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes	-R\$	528.390

Fonte: Adaptado de Lojas Renner S.A. (2023g)

2.2 INDICADORES DE DESEMPENHO FINANCEIRO

Os indicadores de desempenho financeiro, calculados com base nas demonstrações contábeis apresentadas no item anterior, revelam informações importantes de aspecto financeiro de uma companhia. Segundo Póvoa (2012), o passado normalmente não preverá o futuro no mundo corporativo, mas ter um bom entendimento da história de uma companhia é essencial para a previsão de suas próximas ações no curto, médio e longo prazo. Dessa forma, sendo fundamental para a realização do *valuation*.

De acordo com Póvoa (2012), os indicadores podem ser classificados em algumas categorias: Liquidez, Endividamento, Giro, Margens, Rentabilidade, Alavancagem e Dividendos. Seguem abaixo os principais indicadores das cinco primeiras delas.

2.2.1 Indicadores de Liquidez

Conforme Póvoa (2012, p. 40), “Os indicadores de liquidez demonstram a capacidade de uma empresa honrar seus compromissos”. Além disso, eles demonstram o quão rápido a organização é capaz de reverter os seus bens e direitos em moeda corrente.

Segundo Póvoa (2012), no passado era recomendado valores superiores a 1 nesses indicadores para que a empresa tivesse uma boa solvência, mas hoje ele comenta que essa análise envolve outros fatores. De acordo com ele:

Os analistas devem sempre buscar acompanhar a evolução dos índices, dentro de uma análise comparativa com outras empresas do mesmo segmento, dada uma conjuntura macroeconômica. Além disso, é indispensável o conhecimento dos fatos importantes que acontecerão na companhia, sobretudo no curto prazo (Póvoa, 2012, p.44).

- **Liquidez imediata ou índice de solvência de caixa:** De acordo com Assaf Neto (2015), esse indicador representa o quanto das obrigações circulantes, em porcentagem, pode ser liquidado imediatamente. Segue a equação do indicador, conforme Assaf Neto (2015, p. 187):

$$\text{Liquidez Imediata: } \frac{\text{Disponível}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (2)$$

- **Liquidez corrente:** De acordo com Assaf Neto (2015, p. 188), “A liquidez corrente indica o quanto existe de ativo circulante para cada \$1 de dívida a curto prazo” enquanto para Póvoa (2012) esse indicador está relacionado com a habilidade da empresa cumprir suas obrigações de curto prazo. Segue a equação abaixo, conforme Assaf Neto (2015, p. 188):

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (3)$$

- **Liquidez seca:** De acordo com Póvoa (2012), esse indicador representa, assim como a liquidez corrente, a capacidade da empresa cumprir suas obrigações no curto prazo, mas agora considerando que o estoque é um “imobilizado” e que sua venda não é rápida. Segue a equação abaixo, conforme Assaf Neto (2015, p. 187):

$$\text{Liquidez Seca} = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (4)$$

- **Liquidez geral:** De acordo com Póvoa (2012, p. 42), “O Índice de Liquidez Geral aponta, de forma generalizada, o equilíbrio entre os potenciais recebimentos e desembolsos da empresa ao longo do tempo”. Diferentemente dos indicadores apresentados acima, ele leva em consideração tanto os valores do ativo e passivo circulante quanto o não circulante. Segue a equação abaixo, conforme Assaf Neto (2015, p. 188):

$$\text{Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo exigível a Longo Prazo}} \quad (5)$$

2.2.2 Indicadores de Endividamento

Os indicadores de endividamento são de extrema importância para analisar a saúde financeira e solvência de uma empresa. De acordo com Póvoa (2012), estes indicadores são capazes também de medir a qualidade da dívida, como por exemplo seus prazos.

Apesar de endividamento remeter a um aspecto negativo, isso não obrigatoriamente é maléfico.

Quanto maior a taxa de juros em um país e menores os prazos de pagamento, maior a pressão no fluxo de caixa de curto prazo da companhia. O descasamento potencial entre receitas e despesas, nesse ambiente desfavorável, historicamente desmotiva empresas brasileiras a captar dívidas (Póvoa, 2012, p.59).

- **Dívida Líquida / EBITDA:** Esse indicador compara a dívida líquida da companhia com a seu potencial geração de caixa, EBITDA. Dessa forma, o indicador apresenta o tempo necessário para a companhia pagar suas obrigações considerando seu EBITDA. Além disso, de acordo com Gitman (2010) EBITDA é definido como o lucro operacional somado à depreciação da empresa.

$$\frac{Dívida Líquida}{EBITDA} = \frac{Dívida bruta - Caixa e equivalente de caixa}{EBITDA} \quad (6)$$

- **Dívida Líquida/Patrimônio Líquido:** Esse indicador compara a dívida líquida da companhia com o seu patrimônio líquido. Dessa forma, visualiza-se na estrutura de capital da empresa o quão representativo é o capital de terceiros.

$$Indicador = \frac{Dívida líquida}{Patrimônio Líquido} \quad (7)$$

- **% de Endividamento de Curto Prazo:** De acordo com Póvoa (2012), esse indicador compara a dívida de curto prazo com a dívida total da empresa, analisando a necessidade de recursos no curto prazo para cumprimento das obrigações.

$$\% \text{ de End. Curto Prazo} = \frac{Endividamento de Curto Prazo}{Endividamento total} \quad (8)$$

2.2.3 Indicadores de Giro

De acordo com Póvoa (2012),

Os indicadores de atividade demonstram em que medida a empresa está conseguindo transformar seus ativos e/ou patrimônio em receitas (“giro”). Quanto mais altos os indicadores de giro, teoricamente mais eficaz se apresenta a companhia (Póvoa, 2012, p. 44).

- **Giro do Ativo:** De acordo com Póvoa (2012), quanto mais alto o giro do ativo, mais rápida é a geração de caixa e mais elevado é o potencial teórico de rentabilidade da empresa. Segue equação abaixo, conforme Póvoa (2012, p. 44):

$$Giro do Ativo = \frac{Receitas Operacionais}{Ativo Médio Total} \quad (9)$$

- **Giro de Contas a Receber e Prazo Médio de Recebimento:** O resultado do prazo médio de recebimento demonstra o tempo médio que os compradores levam para pagar pelos produtos ou serviços da companhia. Segundo Póvoa (2012, p. 45), “Quanto menor o Giro de Contas a Receber (o que significa que

uma substancial parte das vendas é a prazo), maior será o Prazo Médio de Recebimento”. Seguem equações abaixo, conforme Póvoa (2012, p. 45):

$$\text{Giro de Contas a Receber} = \frac{\text{Receitas Operacionais}}{\text{Contas a Receber Médias}} \quad (10)$$

$$\text{Prazo Médio de Recebimento} = \frac{365}{\text{Giro de Contas a Receber}} \quad (11)$$

- **Giro de Contas a Pagar e Prazo Médio de Pagamento:** De acordo com Póvoa (2012), esses indicadores estão relacionados com o poder de barganha da empresa com seus fornecedores. Este segundo indicador apresenta o tempo médio que a companhia realiza o pagamento para estes fornecedores. Seguem equações abaixo, conforme Póvoa (2012, p. 46):

$$\text{Giro Contas a Pagar} = \frac{\text{Compras Médias}}{\text{Média Conta de Fornecedores no ano}} \quad (12)$$

$$\text{Prazo Médio Pagamento} = \frac{365}{\text{Giro de Contas a Pagar}} \quad (13)$$

- **Giro de Estoque e Prazo Médio de Estoque:** Este segundo indicador apresenta o tempo médio que a companhia mantém seus produtos em estoque. Seguem equações abaixo, conforme Póvoa (2012, p. 47):

$$\text{Giro de Estoque} = \frac{\text{Custo de Mercadoria Vendida}}{\text{Estoque médio}} \quad (14)$$

$$\text{Prazo Médio Estoque} = \frac{365}{\text{Giro de Estoque}} \quad (15)$$

- **Ciclo de Caixa:** Este indicador é um somatório dos três prazos médios apresentados acima: estoque, recebimento e pagamento. Seguem equações abaixo, conforme Póvoa (2012, p. 48):

$$\text{Ciclo de Caixa} = \text{PM Estoque} + \text{PM Recebimento} + \text{PM Pagamento} \quad (16)$$

2.2.4 Indicadores de margem ou Lucratividade

De acordo com Póvoa (2012), os indicadores de margem refletem o resultado da empresa em relação à sua receita líquida e ainda de acordo com o autor, é possível constatar vantagens e problemas de uma companhia em relação a produção, operação e financeiro com as margens bruta, operacional e líquida, respectivamente.

- **Margem Bruta:** De acordo com Póvoa (2012), a margem bruta é um indicador de eficiência do processo de produção da empresa. Segue equação abaixo, conforme Póvoa (2012, p. 49):

$$\text{Margem Bruta} = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Receita Líquida}} \quad (17)$$

- **Margem Operacional:** Também chamada de EBIT (*Earnings Before Interest*), demonstra o ganho da empresa transformado em lucro, antes das despesas financeiras (Póvoa, 2012). Segue equação abaixo, conforme Póvoa (2012, p. 49):

$$\text{Margem Operacional} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Receita Líquida}} \quad (18)$$

- **Margem Líquida:** Este é um indicador que representa a lucratividade da empresa para o acionista. Segue equação abaixo, conforme Póvoa (2012, p. 49):

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}} \quad (19)$$

- **EBITDA:** Segundo Gitman (2010) EBITDA é definido como o lucro operacional somado à depreciação da empresa. Trata-se de uma métrica não contábil empregada pelo mercado, segundo o autor, com o propósito de fornecer uma visão da geração de caixa potencial de uma empresa

2.2.5 Indicadores de Retorno

Para entender a relevância desses indicadores, retoma-se ao objetivo de uma empresa.

O objetivo de uma empresa é o de auferir um retorno de seus ativos maior que o custo de suas fontes de financiamento (próprias e de terceiros). Ao apurar esse retorno em excesso, a empresa demonstra viabilidade econômica e incrementa a riqueza de seus acionistas (Assaf Neto, 2015, p.33).

Além disso, de acordo com Póvoa (2012), compreender os resultados desses indicadores é de extrema importância, visto que são o centro da geração de valor.

- **Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE):** De acordo Póvoa (2012), o ROE é um indicador que representa a rentabilidade da companhia em relação aos recursos dos acionistas. Segue equação abaixo, conforme Assaf Neto (2014, p. 43):

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (20)$$

- **Retorno sobre o Ativo (ROA):** De acordo Assaf Neto (2015), o ROA é um indicador que mensura a rentabilidade dos ativos totais da companhia. Segue equação abaixo, conforme Assaf Neto (2015, p. 255):

$$ROA = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total} - \text{Lucro Líquido}} \quad (21)$$

- **Retorno sobre o Capital Investido (ROIC):** Determina a eficiência da companhia em investir os recursos de credores e acionistas. Segue equação abaixo.

$$ROIC = \frac{NOPAT}{\text{Capital total investido}} \quad (22)$$

Segundo Gitman (2010) NOPAT é definido pelo LAJIR (Lucro antes de juros e imposto de renda) deduzido do valor pago em imposto de renda, já capital investido é a soma entre o patrimônio líquido da empresa somado a todos os empréstimos os

quais a firma possui. Adicionalmente, NOPAT significa, traduzido para o português, Lucro Operacional Líquido após os Impostos.

2.3 TÉCNICAS DE AVALIAÇÃO QUALITATIVA DE NEGÓCIOS

Conforme abordado anteriormente na seção de Metodologia, faz-se necessário analisar qualitativamente o negócio da companhia para melhor embasamento das suas projeções futuras. Abaixo serão apresentadas as análises da indústria e análise competitiva.

2.3.1 Análise da indústria

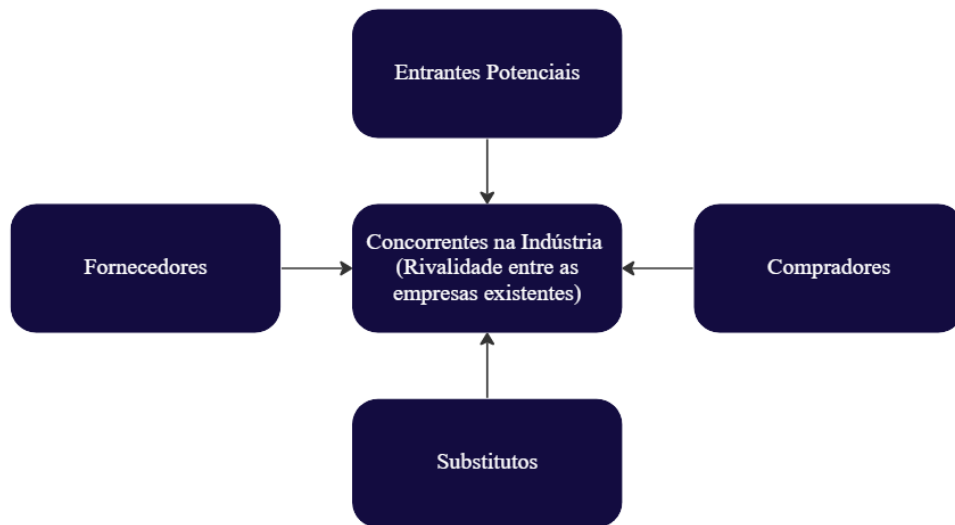
Para obter o valor de uma empresa com o método de Fluxo de Caixa Descontado é necessário fazer projeções futuras, sendo estas dependentes da estratégia da empresa.

A essência da formulação de uma estratégia competitiva é relacionar uma companhia ao seu meio ambiente. Embora o meio ambiente relevante seja muito amplo, abrangendo tanto forças sociais como econômicas, o aspecto principal do meio ambiente da empresa é a indústria ou as indústrias em que ela compete (Porter, 1986, p. 22).

A análise da indústria tem como foco entender a dinâmica de competição, principais atores relacionados com a companhia, drivers e riscos, além de outros fatores como tecnologia. Duas ferramentas que serão usadas para auxiliar nessa análise serão as 5 Forças de Porter e Análise Pestel.

De acordo com Porter (1986) existem 5 forças competitivas atuantes na indústria: concorrentes na indústria, compradores, fornecedores, entrantes potenciais e substitutos. Ainda segundo o autor, “O conjunto dessas forças determina o potencial de lucro final na indústria” (Porter, 1986, p. 22).

Figura 3 - Esquema das Forças de Porter



Fonte: Adaptado de Porter (1986)

- **Rivalidade entre concorrentes na indústria:** Desde que não seja uma indústria monopolista, todas as companhias disputam posição e clientes no mercado. Essa rivalidade pode ser fraca ou forte dependendo da indústria analisada e, segundo Porter (1986), as ações tomadas por uma ou várias empresas podem causar retaliação por parte da competição. Esse processo de ação e reação pode fazer com que os envolvidos evoluam a indústria como um todo, mas quanto mais acirrado e escalado for esse processo, pode haver consequências de perda de rentabilidade para todos (Porter, 1986).
- **Ameaça de novos entrantes:** Com novos entrantes na indústria, a concorrência aumenta e há uma pressão em custos e preços que podem diminuir a rentabilidade dos envolvidos. Segundo Porter (1986), essa força depende das barreiras de entrada atuais da indústria e o autor pontua que são seis principais: economia de escala, diferenciação do produto, necessidade de capital, custos de mudança, acesso aos canais de distribuição e desvantagem de custo independentes de escala.
- **Ameaça de produtos substitutos:** Produto substituto é um bem diferente do ofertado pela indústria em questão, mas a sua função para o consumidor é a mesma. De acordo com Porter (1986, p. 39), “Quanto mais atrativa a alternativa de preço-desempenho oferecida pelos produtos substitutos, mais firme será a pressão sobre os lucros da indústria”. Ainda segundo Porter (1986),

Os produtos substitutos que exigem maior atenção são aqueles que (1) estão sujeitos a tendências de melhoramento do seu 'trade-off' de preço-desempenho com o produto da indústria, ou (2) são produzidos por indústrias com lucros altos (Porter, 1986, p. 40).

- **Poder de barganha dos fornecedores:** Segundo Porter (1986),

Os fornecedores podem exercer poder de negociação sobre os participantes de uma indústria ameaçando elevar preços ou reduzir a qualidade dos bens e serviços fornecidos (Porter, 1986, p. 43).

Ainda de acordo com Porter (1986), quando há fornecedores fortes, eles tendem a diminuir a rentabilidade dessa indústria.

- **Poder de barganha dos clientes:** Conforme Porter (1986), os clientes fortes são capazes de jogar os concorrentes uns contra os outros, exigir maior qualidade ou forçar os preços para baixo, tudo isso diminuindo a rentabilidade da indústria.

2.4 MÉTODO DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Existem várias abordagens para Avaliação de Empresas, cada uma com vantagens e desvantagens. Segundo Damodaran (2007) existem quatro principais métodos de *valuation*, sendo eles: (i) Avaliação Patrimonial, (ii) Avaliação Relativa, (iii) Avaliação por Direitos Contingentes e (iv) Avaliação pelo Método de Fluxo de Caixa Descontado.

2.4.1 Avaliação Relativa ou Avaliação por Múltiplos

De acordo com Assaf Neto (2014), a Avaliação Relativa, também conhecida por Avaliação por Múltiplos, é a metodologia mais usada juntamente com o Fluxo de Caixa Descontado e comenta que esse método busca encontrar o valor de uma companhia pela sua comparação com outros valores de empresas, estas sendo compreendidas como comparáveis.

A precificação por múltiplos exige basicamente dois conjuntos de informações: valor de uma empresa comparável e um padrão de referência, como vendas, lucros, EBITDA etc. Dessa forma, pode-se relacionar o valor da empresa com padrões como lucros, vendas, patrimônio líquido, entre outros. Por exemplo, o preço de uma empresa pode ser equivalente a 2,5

vezes o seu faturamento. Assim, se as vendas da empresa atingirem \$10,0 milhões, seu valor é calculado em \$25,0 milhões (Assaf Neto, 2014, p. 205).

De acordo com Damodaran (2007) classifica-se empresas comparáveis como normalmente aquelas que atuam no mesmo setor e que possuem semelhanças no seu fluxo de caixa, riscos e potencial de crescimento.

Abaixo são descritos alguns dos múltiplos, conforme Póvoa (2012):

- P/L: Relação entre preço de uma ação e o lucro. Este múltiplo representa o quanto os acionistas estão dispostos a pagar pelo lucro líquido da companhia;
- P/VPA: Relação entre preço de uma ação e o valor patrimonial da mesma. Ele demonstra o quanto os acionistas estão dispostos a pagar pelo valor patrimonial da companhia;
- EV/EBITDA: Relação entre o valor da firma e o EBITDA. Ele compara o valor da empresa com sua geração de caixa operacional e representa por quantos anos de sua geração de caixa os acionistas estão comprando ou pagando pela empresa.

2.4.2 Fluxo de caixa descontado

Como apresentado no tópico 1.4. deste trabalho e segundo Assaf Neto (2014), o método de Fluxo de Caixa Descontado é o mais recomendado e aplicado para a avaliação de empresas dado seu rigor técnico e conceitual.

Póvoa (2012, p. 99) comenta sobre a simplicidade do método: “O método em si é aparentemente simples: projetar a futura geração de caixa de uma empresa, trazendo esses valores para o tempo presente, utilizando uma taxa de desconto”. Esse tópico referente a geração de caixa ou fluxo de caixa será mais bem abordado no item 2.4.3.1. deste trabalho.

No entanto, é possível fazer projeções de geração de caixa até um certo horizonte de tempo previsível, este variando de acordo com o setor e a maturidade da empresa. Mas espera-se que as companhias continuem suas atividades indefinidamente e para isso deve-se adicionar um valor residual no final do período projetado. Para melhor entendimento, o valor residual será aprofundado no tópico 2.4.3.4. deste trabalho.

Desse modo, é necessário calcular o valor presente da geração de caixa projetado e o valor residual da companhia. Assim, conforme Damodaran (2007), o valor de uma firma é dado por:

$$\text{Valor de uma firma} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Fluxo de caixa esperados}}{(1+k)^t} + \frac{\text{Valor Residual}}{(1+k)^n} \quad (23)$$

Onde:

k = Taxa de desconto;

n = Período final de projeção;

t = Cada período de tempo.

2.4.2.1 Fluxo de caixa

Conforme Assaf Neto (2014, p. 168), “O FCD – Fluxo de Caixa Disponível (ou Livre) é o valor de caixa que uma empresa é capaz de gerar, livre das despesas, das necessidades de reinvestimento e investimento em giro”. Dessa forma, esse caixa fica disponível aos fornecedores de capital da companhia, que são os acionistas e credores. Devido a estes dois fornecedores, há duas classificações de fluxo de caixa: fluxo de caixa livre do acionista e fluxo de caixa livre da firma.

2.4.2.1.1 Fluxo de caixa livre do acionista

De acordo com Póvoa (2012) e Assaf Neto (2014), o fluxo de caixa livre do acionista é definido a partir do resultado líquido, sendo este valor após o pagamento das despesas financeiras aos credores. Assaf Neto (2014) complementa a interpretação do conceito abaixo.

Por ser entendido como o valor que resta ao acionista, após deduzir todos os custos, despesas e retenções de lucros para reinvestimentos, o FDCA pode ainda ser interpretado como o montante de dividendos que uma empresa pode e deve distribuir aos seus acionistas (Assaf Neto, 2014, p.169).

Por fim, conforme Serra e Wickert (2021), o fluxo de caixa livre do acionista pode ser calculado pela seguinte sequência:

Tabela 4 - Fluxo de caixa livre do acionista

Lucro Líquido
(+) Depreciação
(-) CAPEX
(-) Invest. Em Capital Giro Líquido
(+) Var. Do Endividamento
<hr/>
= Fluxo de Caixa para os Acionistas

Fonte: Adaptado de Serra e Wickert (2021, p. 121)

2.4.2.1.2 Fluxo de caixa livre da firma

Conforme Assaf Neto (2014),

O Fluxo de Caixa Disponível (ou Livre) da Empresa (FCDE) é o excesso operacional de caixa pertencente aos credores e acionistas (proprietários de capital), sendo calculado a partir do resultado operacional líquido do IR (NOPAT) (Assaf Neto, 2014, p. 169).

Segundo Serra e Wickert (2021), o fluxo de caixa livre da firma pode ser calculado pela seguinte sequência:

Tabela 5 – Fluxo de caixa livre da firma

Resultado Operacional
(-) Imposto Operacional
(+) Depreciação e Amortização
(-) CAPEX
(-) Investimento em Capital de Giro Líquido
<hr/>
= Fluxo de Caixa para os Investidores

Fonte: Adaptado de Serra e Wickert (2021, p. 36)

Comparando a utilização do fluxo de caixa livre da firma com o fluxo de caixa livre do acionista, Pinto, Robinson e Stowe (2019) demonstraram em seu estudo que, dos profissionais que utilizam o fluxo de caixa livre descontado, a quantidade de

analistas que usam o fluxo de caixa livre da firma é quase o dobro do que aqueles que usam fluxo de caixa livre do acionista.

2.4.2.2 Taxa de desconto

Conforme comentado por Póvoa (2012), é necessário trazer os valores da geração de caixa a tempo presente usando uma taxa de desconto. Essa taxa é definida como o custo de oportunidade dos acionistas e credores em função do risco assumido, ou seja, para estes agentes é o retorno mínimo exigido do investimento. Segundo Serra e Wickert (2021), o fluxo de caixa para os credores é determinado nos diversos contratos de crédito enquanto os acionistas obtêm sua geração de caixa do fluxo residual da companhia. Logo, cada um deles tem riscos diferentes e o custo de capital para o acionista é maior que o custo de capital dos credores. Por fim, define-se o retorno exigido pelos acionistas como custo de capital próprio e o retorno exigido pelos credores como custo de capital de terceiros.

Dessa maneira, para obter o valor da companhia pelo fluxo de caixa livre do acionista, leva-se em consideração a taxa de desconto do custo de capital próprio. Já no cálculo do valor da empresa pelo fluxo de caixa livre da firma, emprega-se o custo de capital próprio e o de terceiros, sendo denominado custo médio ponderado de capital (Serra; Wickert, 2021).

2.4.2.2.1 Custo de capital de terceiros

De acordo com Assaf Neto (2014, p. 55), “O custo de capital de terceiros, ou custo da dívida, equivale ao custo atual que uma empresa incorre ao obter empréstimos e financiamentos no mercado.” Conforme Assaf Neto (2014, p. 65), esse custo pode ser estimado com a equação abaixo:

$$\text{Custo Dívida } (k_i) = \text{Risk Free} + \text{Spread Empresa} + \text{Risco País} \quad (24)$$

De acordo com Assaf Neto (2014), *risk free* ou taxa livre de risco é a remuneração concedida por um ativo considerado sem risco e onde há certeza sobre o valor a ser recebido no seu vencimento (tanto o principal aplicado quanto os juros acordados). Um exemplo de ativo utilizado como base para essa taxa são os títulos

públicos de longo prazo dos Estados Unidos da América. Já o spread da empresa, assim como o risco país, são obtidos por meio de agências classificadoras de risco como Moody's, Fitch e Standard & Poor's.

Além dessa fórmula, Serra e Wickert (2021) comentam que é possível estimar o custo de capital dos credores por outro meio.

Por meio da média ponderada dos custos das dívidas existentes, tomando o cuidado de pegar dívidas que sejam representativas em termos de tamanho, custo, prazo e garantias – lembre-se de que queremos saber qual seria o custo de uma nova dívida de longo prazo da empresa (Serra; Wickert, 2021, p. 48).

2.4.2.2.2 Custo de capital próprio

O custo de capital próprio representa o retorno mínimo exigido pelos acionistas ou proprietários de capital de uma companhia. De acordo com Assaf Neto (2014), essa taxa é difícil de ser mensurada e há várias abordagens disponíveis na literatura para seu cálculo. Mas ainda de acordo com Assaf Neto (2014), há recomendação para o uso do modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) por possuir fundamentação econômica e ser largamente difundido no mercado.

Conforme Assaf Neto (2014, p. 87), o modelo CAPM pode ser expresso pela equação abaixo:

$$K_e = R_f + \beta [R_m - R_f] \quad (25)$$

Onde:

K_e = Custo de Capital Próprio;

R_f = Taxa de juro livre de risco;

β = Coeficiente beta da ação;

R_m = Retorno da carteira de mercado;

A taxa de juro livre de risco foi comentada no tópico anterior como sendo a remuneração concedida por um ativo sem risco. O coeficiente beta é a correlação entre o retorno da empresa com o retorno de mercado. E, por fim, o retorno da carteira de mercado é caracterizado pelo retorno adicional esperado em relação a um ativo livre de risco.

Interpretando a fórmula acima, o termo entre colchetes (subtração entre retorno da carteira de mercado e taxa de juro livre de risco) representa o risco de mercado. Este valor multiplicado por β caracteriza o risco da empresa, o qual somado à taxa de juro livre de risco corresponde ao custo de capital próprio. Portanto, o CAPM representa a taxa livre de risco acrescido do risco da empresa.

2.4.2.2.3 Custo médio ponderado de capital (WACC)

O custo médio de capital trata-se de uma ponderação entre o custo de capital de terceiros e o custo de capital próprio da empresa.

O Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) é adotado como uma taxa mínima de atratividade dos proprietários de capital (credores e acionistas) nas decisões financeiras. Em outras palavras, o WACC é o retorno mínimo que todos os investidores esperam receber de forma a remunerar o custo de oportunidade dos recursos aplicados. O custo de oportunidade, conforme estudado, é uma comparação de alternativas financeiras de riscos próximos: quanto um investidor deixou de ganhar por ter aplicado seu capital em uma empresa em vez de outra, ambas admitidas com risco semelhante (Assaf Neto, 2014, p. 93).

Segundo Assaf Neto (2014, p. 95), o WACC pode ser representado pela equação abaixo:

$$WACC = k_e \left(\frac{PL}{P + PL} \right) + K_i \left(\frac{P}{P + PL} \right) \times (1 - IR) \quad (26)$$

Sendo:

WACC = Custo médio ponderado de capital

k_e = Custo de capital próprio;

K_i = Custo de capital de terceiros;

PL = Valor de mercado da empresa;

P = Dívida líquida;

IR = Alíquota de imposto de renda em %

$\frac{P}{P+PL}$ = Participação do capital de terceiros no montante investido no negócio

$\frac{PL}{P+PL}$ = Participação do capital próprio no montante investido no negócio

2.4.2.3 *Projeção dos fluxos de caixa*

Para avaliação da empresa, considera-se que elas continuem as suas atividades operacionais e econômicas indefinidamente.

Os fluxos de caixa explícitos cobrem um período previsível da empresa, nos quais se tem uma razoável capacidade de prever as variáveis relevantes de seu comportamento, como preços, demanda, custos, necessidade de investimento, etc. Esse período tem duração determinada e se estende normalmente até atingir sua estabilidade operacional, a qual varia segundo o setor de atividade da empresa (Assaf Neto, 2014, p. 184).

Assaf Neto (2014, p. 67) ainda comenta que, para obter o valor da empresa, cada um desses fluxos de caixa é trazido a valor presente individualmente pela taxa de custo de capital, como pode ser observado na equação abaixo:

$$Valor\ presente = \sum_{j=1}^n \frac{FC_j}{(1+k)^j} \quad (27)$$

Sendo:

FC_j = Fluxos de caixa

K = Taxa de desconto

2.4.2.4 *Perpetuidade e valor residual*

Conforme comentado anteriormente, admite-se que a empresa continua suas atividades por tempo indefinido e a previsão de geração de caixa tem um período com duração determinada. De acordo com Assaf Neto (2014), o valor da perpetuidade, valor contínuo ou ainda chamado de valor residual da empresa, começa no final do período de projeção e é trazido a valor presente pela taxa de desconto acrescido de uma taxa de crescimento constante. De acordo com o modelo de crescimento estável, segue o valor residual de uma empresa dada pela equação abaixo:

$$Valor\ residual = \frac{FC_n (1+g)}{K-g} \quad (28)$$

Sendo:

FC_n = Fluxo de caixa no período n;

n = Último período projetado;

k = Taxa de desconto;

g = Taxa de crescimento dos fluxos de caixa na perpetuidade

Ao considerar o fluxo de caixa livre da firma e fluxo de caixa livre do acionista, o valor residual é dado pelas equações 28 e 29, respectivamente:

$$\text{Valor residual} = \frac{FCLFn (1 + g)}{WACC - g} \quad (29)$$

$$\text{Valor residual} = \frac{FCLAn (1 + g)}{Ke - g} \quad (30)$$

Sendo:

FCLFn = Fluxo de Caixa Livre da Firma no período n ;

FCLAn = Fluxo de Caixa Livre do Acionista no período n ;

n = último período projetado;

WACC = custo médio ponderado de capital;

Ke = Custo do capital próprio;

g = Taxa de Crescimento dos fluxos de caixa na perpetuidade.

De acordo com Póvoa (2012), é de extrema importância analisar com cuidado o valor residual no método de Fluxo de Caixa Descontado, dado que a perpetuidade corresponde a cerca de 50%, com uma média de 60%, do valor da companhia.

Para isso, um dos dados sensíveis é a taxa de “ g ” de crescimento. Segundo Assaf Neto (2014, p. 186), “A empresa pode continuar crescendo na perpetuidade, porém a taxa não deve se distanciar acima da variação do PIB da economia. É bastante difícil uma empresa conseguir crescer mais que a economia no longo prazo.”

Já Póvoa (2012) apresenta que a empresa pode crescer de duas maneiras: ou pelo aumento de produtividade, seja via margem ou via giro, e/ou com mais investimentos, seja em capital físico ou capital de giro. O autor ainda pontua que não é possível aumentar a eficiência da empresa de maneira indefinida e que existe um ponto de equilíbrio em que o retorno sobre o capital se estabiliza próximo a seu WACC.

3 ANÁLISE SETORIAL

A análise setorial tem como objetivo entender e avaliar o setor no qual a companhia está inserida e o contexto econômico do qual ela faz parte e é afetada. Assim, são levantadas informações e análises sobre os principais *drivers* macroeconômicos para a empresa, dinâmica de competitividade de setor e tendências, oportunidades e riscos do setor.

3.1 DRIVERS MACROECONÔMICOS DO SETOR

Para compreensão macroeconômica do setor em que a Lojas Renner S.A. está inserida, é importante analisar a situação econômica do país nos últimos anos. De acordo com dados do PIB (Produto Interno Bruto), da planilha do Itaú BBA (2023), e da evolução do varejo restrito, de acordo com o estudo O Papel do Varejo na Economia Brasileira (Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo, 2023a), percebe-se que os anos de 2015 e 2016 apresentaram redução do PIB do Brasil devido à crise econômica, assim como em 2020 devido aos desafios impostos pela pandemia de Covid-19. Ao analisar o crescimento do PIB e a evolução do varejo restrito, eles apresentaram correlação positiva de 0,90 até 2019, porém em 2020 a evolução do varejo foi em direção contrária à evolução do PIB e nos anos de 2021 e 2022 apresentou evolução inferior.

Tabela 6 - PIB e evolução do varejo restrito

Período	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
PIB (trilhões)	4,4	5,3	5,8	6	6,3	6,6	7	7,4	7,5	8,7	9,9
Crescimento (%) do PIB	1,92%	3,0%	0,5%	-3,5%	-3,3%	1,3%	1,8%	1,2%	-3,9%	4,6%	2,9%
Evolução Varejo Restrito (%)	8,4%	4,3%	2,2%	-4,3%	-6,2%	2,0%	2,3%	1,8%	1,2%	1,4%	1,0%

Fonte: Elaborado pela autora com dados da planilha do Itaú BBA (2023) e IBGE (2022 *apud* Sociedade Brasileira do Varejo e Consumo, 2023a)

Os *drivers* são direcionadores para as receitas e crescimento da companhia, sendo relevante indicar quais são estes e como eles têm se apresentado nos últimos anos. De acordo com o estudo O Papel do varejo na Economia Brasileira, da Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo (2023a), o setor possui quatro elementos econômicos que influenciam na receita e crescimento: emprego, renda,

disponibilidade de crédito e confiança. Seguem na tabela 7 alguns dos indicadores dentro dessas categorias com seus dados recentes.

Tabela 7 - Indicadores macroeconômicos que exercem influência sobre o varejo

Período	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EMPREGO											
Taxa de desemprego	7,4%	7,1%	6,8%	8,5%	11,5%	12,7%	12,3%	11,9%	13,8%	13,2%	9,3%
RENDA											
IPCA - Inflação	5,84%	5,91%	6,41%	10,67%	6,29%	2,95%	3,75%	4,31%	4,52%	10,06%	5,79%
Rendimento médio das pessoas de 14 anos ou mais de idade ocupadas (R\$)					2818,33	2862,83	2907,83	2924,42	3045,75	2864,50	2790,50
Intenção de consumo das famílias (média anual)	141,26	127,71	114,32	84,09	68,99	79,24	90,42	98,06	78,76	70,43	82,48
DISPONIBILIDADE DE CRÉDITO											
Taxa Selic	7,25%	10,00%	11,75%	14,25%	13,75%	7,00%	6,50%	4,50%	2,00%	9,25%	13,75%
Endividamento das famílias (%)	37,36	38,35	38,61	40,24	38,99	37,52	37,97	40,54	40,47	45,37	49,70
CONFIANÇA											
Índice de Confiança do Consumidor	161,81	136,57	112,95	87,17	110,73	109,46	127,8	121,26	111,71	112	122,84

Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados do IBGE (2023b), Fecomercio (2023) e Banco Central do Brasil (2022a, 2022b, 2022c, 2022d)

De acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2023b), percebe-se que a taxa de desemprego se agravou nos anos de crise econômica entre 2015 e 2017, apresentou queda até 2019, saltou para 13,8% em 2020 com o advento da pandemia de Covid-19 e fechou 2022 com 9,3%, abaixo do patamar de 2016. Esse indicador macroeconômico é relevante para o varejo tendo em vista que influencia o poder de compra dos consumidores e consequentemente a receita do setor: quando o nível da taxa de desemprego está elevado, há mais indivíduos e famílias com dificuldades financeiras e que tendem a restringir seus gastos.

De acordo com o indicador de rendimento médio mensal das pessoas de 14 ou mais de idade ocupadas na semana de referência com rendimento de trabalho divulgado pelo IBGE (2023b), percebe-se que a renda apresentou aumento de 8,07% entre 2016 e 2020, sendo este último ano impactado pela medida governamental de auxílio financeiro para a população devido a pandemia de Covid-19. No entanto, ainda a partir de estatísticas do IBGE (2023b), entende-se que a renda média das pessoas em 2021 e 2022, se comparada com 2020, sofreu uma redução de 5,95% e 8,38%, respectivamente, sendo que a renda de 2022 é a menor da série histórica desde 2016.

O IPCA, por sua vez, ficou acima do limite superior da meta para a inflação divulgada pelo Banco Central do Brasil em seis anos desde que ela foi estabelecida: 2001, 2002, 2003, 2015, 2021 e 2022, sendo superior a 10% ao ano nos anos de 2002, 2015 e 2021 (Ideal Softwares, 2023; Banco Central do Brasil, 2022b). De acordo

com a Fecomercio (2023), o indicador de intenção de consumo das famílias, que mede a disposição destas de gastarem com produtos e serviços, apresentou os menores valores nos anos de 2016 e 2021. A menor disposição para consumo está relacionada a períodos de desafios econômicos, como redução no PIB, desemprego elevado e aumento de inflação.

Conforme dados divulgados pelo Banco Central do Brasil (BCB, 2022d), houve aumento acentuado da taxa Selic nos anos de 2015, 2016 e, mais recentemente, desde 2021, como forma de controle da inflação no país. Essa medida visa elevar o custo da tomada de crédito e impacta na redução de vendas atreladas principalmente a parcelamento. Além disso, o BCB divulga o endividamento das famílias sendo que o percentual entre as dívidas e a renda das famílias acumulada nos últimos doze meses apresentou aumento após a pandemia: saiu de 40,47% em 2020 para 49,70% em 2022 (Banco Central do Brasil, 2022a).

Outro indicador relevante, o índice de confiança do consumidor, medido mensalmente pelo Banco Central do Brasil (2022c), mensura a confiança e expectativa dos consumidores em relação à economia e o seu bem-estar financeiro. Segundo o BCB (2022c), percebe-se pessimismo dos consumidores no ano de 2015, com o índice em 87,17, retomada para patamares em torno de 110 e 120 pontos nos anos seguintes e 2022 apresenta uma leve alta em relação ao início da pandemia de Covid-19.

3.2 DINÂMICA DE COMPETITIVIDADE DO SETOR

A Lojas Renner atua no setor de comércio, com foco no subsetor de tecidos, vestuário e calçados, de acordo com Fundamentus (2023). Apesar dessa classificação, a empresa adota uma estratégia que inclui a oferta de serviços financeiros, principalmente por meio de cartões. Com base nos dados divulgados na planilha da companhia (Lojas Renner S.A., 2023g), calcula-se que os serviços financeiros representam 12,77% da receita líquida total em 2022. Nesse sentido, a análise de competitividade se concentrará principalmente no varejo, mas também incluirá análises de meios de pagamento no varejo.

3.2.1 Varejo – Comércio

Para melhor entendimento do setor em que a empresa faz parte é importante analisar a cadeia de suprimentos ao qual ela está inserida. Segundo Christopher (2005), a cadeia de suprimentos é uma rede de organizações interligadas que colaboram para controlar, gerenciar e aprimorar o fluxo de informações e materiais, desde os fornecedores (à montante da empresa) até os consumidores finais (jusante da companhia). O autor ainda destaca que o principal objetivo da gestão da cadeia de suprimentos reside nas conexões com fornecedores e clientes, visando entregar valor superior ao cliente a um custo otimizado para toda a cadeia.

Conforme Kotler (2012, p. 482 *apud* Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo, 2023a, p. 10) destaca, o varejo engloba todas as atividades relacionadas à comercialização de bens e serviços diretamente ao consumidor final, com o propósito de uso pessoal. No contexto do subsetor de tecido, calçado e vestuário, isso implica na aquisição de produtos provenientes da indústria de vestuário, com a finalidade de vendê-los aos consumidores finais, predominantemente pessoas físicas (Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo, 2022).

Dado que não é o foco do trabalho analisar toda a cadeia de suprimentos, concentra-se principalmente na indústria de vestuário e aos clientes finais.

3.2.1.1 *Indústria de Vestuário*

Conforme o estudo A Geografia do varejo de Moda no Brasil, da Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo (2022), a indústria de vestuário no Brasil é composta majoritariamente por empresas de pequeno porte, sendo que estas correspondem a 46% do faturamento desta indústria. Ainda segundo o estudo, as indústrias de pequeno porte são seguidas por médio porte, com 36% do faturamento do mercado, e grande porte, com 18% do faturamento. Esses dados evidenciam a fragmentação do *market share* nesta indústria, sem a presença de grandes *players* dominantes.

Apesar da divisão de mercado entre os diversos participantes, a presença da indústria varia desigualmente nas diferentes regiões do Brasil. O estudo da SBVC (2022) ilustra graficamente que a indústria de vestuário, em especial no Estado de São Paulo, está fortemente concentrada na região Sudeste. Isso é em partes explicado pelo maior mercado consumidor nessas áreas, conforme será analisado posteriormente.

Alinhado a essa disposição regional, o estudo evidencia que a maioria dos empregos desta indústria, correspondente a cerca de 83% deles estão concentrados na região Sul e Sudeste: a região Sudeste lidera com 51,7%, seguida pela região Sul com 30,6%, Nordeste com 13,6%, Centro-Oeste com 3,7% e, por fim, a região Norte, com apenas 0,3% dos empregos.

Em relação à economia, a indústria de vestuário foi fortemente impactada com perda de 30,4% da população empregada por esta indústria entre os anos de 2019 e 2022 e seu faturamento anual estimado caiu 14,7% no mesmo período, demonstrando a fragilidade do setor perante o cenário desafiador imposto pela pandemia de Covid-19 (Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo, 2022).

Assim, ao considerar as análises anteriores, o setor de varejo dispõe de uma ampla gama de fornecedores, proporcionando uma posição de negociação favorável para as grandes empresas varejistas em termos de preços e qualidade dos produtos. No entanto, é importante notar que a redução da presença da indústria em algumas regiões, como Norte e Centro-Oeste, pode impactar a logística e a distribuição nessas localidades. Além disso, a vulnerabilidade da indústria em situações desafiadoras destaca a importância de um relacionamento sólido com os fornecedores, pois isso pode influenciar diretamente as estratégias operacionais de estoque e logística das varejistas em momentos de crise.

3.2.1.2 *Clientes*

O cliente final do setor de varejo são os consumidores, majoritariamente pessoas físicas que são fortemente impactadas com o desempenho da economia. De acordo com o estudo O Papel do Varejo na Economia Brasileira, da Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo (2023a) e conforme exposto anteriormente, os fatores macroeconômicos que influenciam o varejo são a renda, o emprego, o crédito e a confiança do consumidor, ou seja, várias variáveis que oscilam com o passar dos períodos.

Os gastos com vestuário variam muito de acordo com a classificação socioeconômica: conforme dados do IBGE (2020 *apud* Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo, 2022, p. 12), as classes C, D e E totalizam 75,3% do total dos domicílios, mas consomem 57,7% do vestuário, o que significa que as classes A e B, apesar de menos numerosas, gastam mais nessa categoria de compras. Esse fato é explicado

pelo mesmo estudo, ao demonstrar que, em média, o ticket médio da classe A é superior a classe B1 em aproximadamente 170% e o ticket médio da classe B1 é superior a classe D/E em cerca de 155%, apesar de esses valores variarem de acordo com a região do país.

Em relação ao mercado consumidor, a região que concentra os maiores gastos totais com vestuário é o Sudeste (46%), seguido do Nordeste (22%), Sul (17%), Centro-Oeste (9%) e Norte (6)%. Ao comparar a quantidade de empregos da indústria de vestuário com o mercado consumidor no Brasil, percebe-se que as regiões Sul e Sudeste apresentam uma proporção maior de funcionários nas indústrias do que o restante do país comparado com a porcentagem de consumo do país, enquanto Norte, Nordeste e Centro-Oeste é o oposto (IBGE, 2020 *apud* Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo, 2022, p. 13).

Assim, para que uma companhia varejista em moda seja competitiva no mercado, é essencial que ela demonstre resiliência em períodos econômicos desafiadores. Além disso, é fundamental que a empresa tenha um posicionamento sólido, considerando as classes sociais, estilos e preferências dos clientes, bem como uma operação que leve em consideração as variações regionais no país.

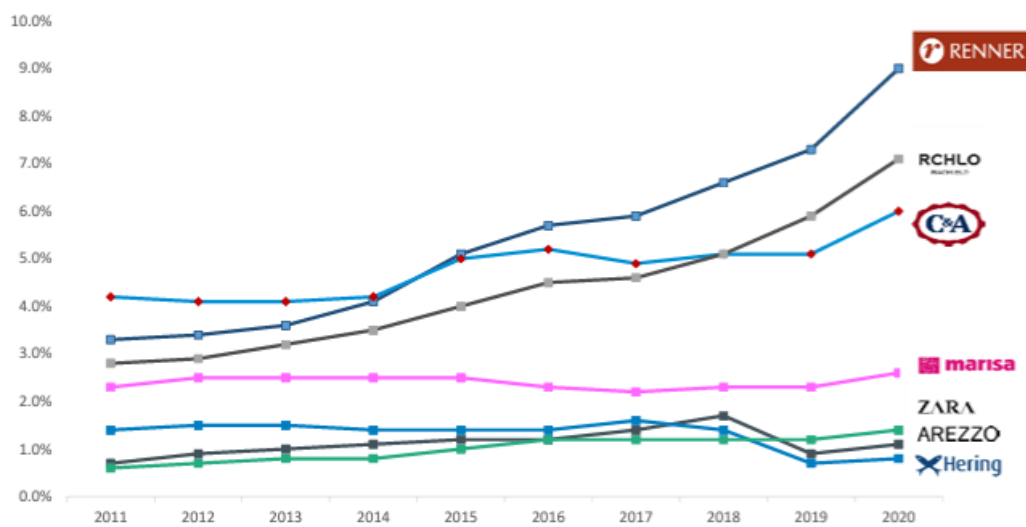
3.2.1.3 *Subsetor de tecidos, calçados e vestuário*

A falta de *players* internacionais no varejo brasileiro indica que é difícil para as empresas estrangeiras se estabelecerem neste mercado, de acordo com a pesquisa Varejo e Internet de Guanais *et al.* (2022). Ademais, de acordo com o “Índice Zara” desenvolvido pelo BTG Pactual, que discorre sobre uma visão simplificada da competitividade de várias nações no setor de varejo, o Brasil ocupa a 11ª posição no ranking de preços mais elevados para produtos da Zara em 2023, entre 55 países (Elias, 2023).

Conforme o estudo A geografia do varejo de moda no Brasil da Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo (2022), a sua classificação Ranking SBVC 2022, relativa ao ano de 2021, as 38 maiores redes de varejo de moda, que abrangem acessórios e calçados, registraram um faturamento total de aproximadamente R\$73 bilhões, o que equivale cerca de 30% do mercado total. Esse dado evidencia a composição do varejo de moda brasileiro com alta relevância para pequenas redes e lojas individuais.

Segundo análise de Guanais *et al.* (2021), as maiores empresas de varejo de moda, apesar de aumento de *market share* na última década de análise, ainda apresentam baixa participação no segmento. De acordo com o gráfico deste estudo, a Lojas Renner apresentava segundo maior *market share* em 2011 com quase 4%, tendo saltado para a primeira colocação com pouco menos de 10% em 2020, sendo que Riachuelo e C&A também apresentaram ganho de mercado enquanto os outros competidores sem mantiveram relativamente estáveis.

Figura 4 - *Market share* do segmento de vestuário e calçados no Brasil



Fonte: Guanais *et al.* (2021)

Conforme a análise do BTG os motivos dessa tendência são a falta de formalidade, obstáculos logísticos e o crescimento limitado do comércio eletrônico. Conforme a análise de Guanais *et al.* (2021), os motivos dessa tendência são a falta de formalidade, obstáculos logísticos e o crescimento limitado do comércio eletrônico.

Este estudo também observa que as principais empresas do setor de varejo de moda têm potencial de crescimento em cidades menores por meio de expansão de novas lojas e do aumento das vendas no comércio eletrônico, bem como pela adoção de estratégias multicanais.

Além disso, é relevante mencionar as operações de M&As (Mergers & Acquisitions, Fusões e Aquisições) recentes, como a aquisição da Hering pelo Grupo Soma, no valor de R\$5,1 bilhões, conforme reportado por Brandão e Ravagnani (2021), e a compra da Reserva pela Arezzo, por R\$715 milhões, que representou o

primeiro passo na sua estratégia no segmento de vestuário, conforme divulgado por Samor (2020).

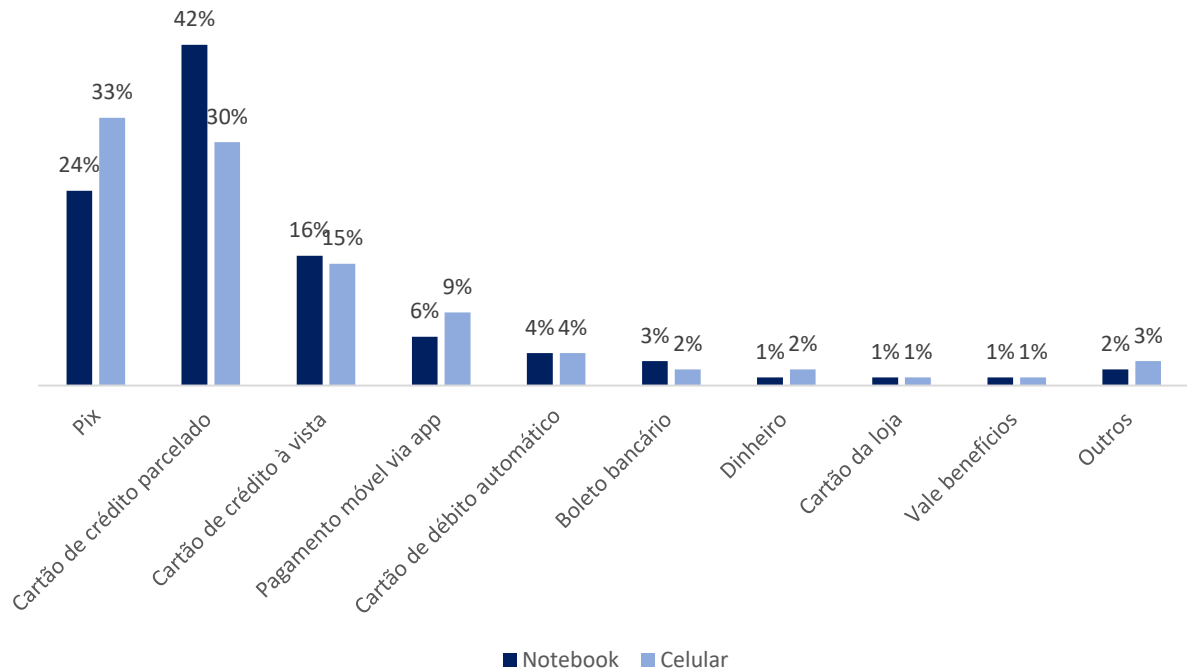
3.2.2 Varejo – Meios de Pagamento

De acordo com o estudo Panorama dos Meios de Pagamento no Varejo Brasileiro (SBVC, 2023b), há crescimento no uso de meios digitais de pagamentos, como os pagamentos via app e carteiras digitais, bem como o uso de inteligência na área de dados que antes eram vistos como algo do futuro e já estão presentes na rotina de vendas do varejo.

O estudo também traz um comparativo entre compras no ambiente físico e digital, o qual interfere na escolha do método de pagamento. Nas lojas físicas, também se observa o crescimento de pagamentos digitais: o uso do PIX, saltou de 39% para 67% de respondentes que o utilizam e o pagamento móvel via app cresceu de 22% para 37%, ambos os valores comparados entre a terceira e a quarta edição deste estudo. Nota-se que os meios mais utilizados, depois do Pix, são cartão de crédito à vista e cartão de crédito (ambos com 61% na quarta edição), dinheiro (58%) e cartão de crédito parcelado (57%) (Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo, 2023b).

Ao analisar os pagamentos em compras online, há diferença quando a compra é feita por notebook ou celular. Conforme gráfico 1, em ambas as categorias os três métodos de pagamentos mais utilizados são pix, cartão de crédito parcelado e cartão de crédito à vista, porém em compras feitas pelo notebook o mais utilizado é cartão de crédito parcelado enquanto as compras pelo celular é o pix.

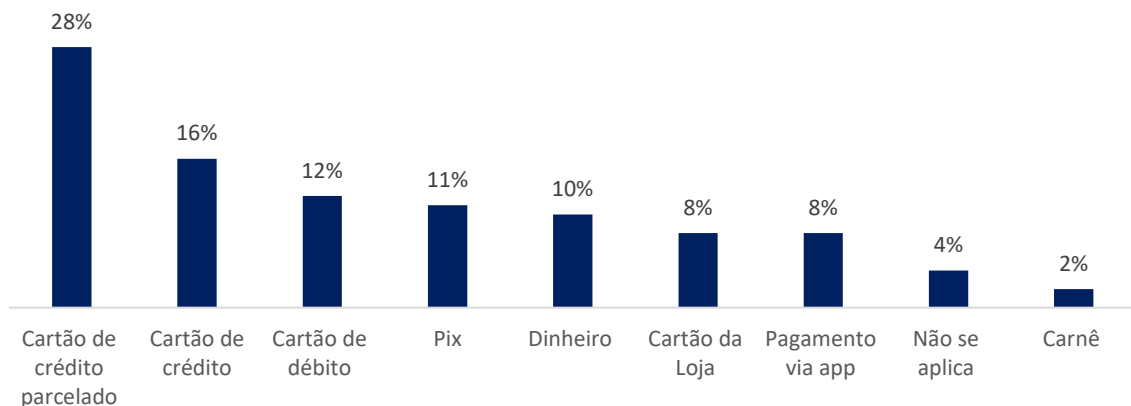
Gráfico 1 - Método de pagamento utilizado em compras online



Fonte: Panorama dos Meios de Pagamento no Varejo Brasileiro (SBVC, 2023b)

Apesar do método de pagamento PIX ser oferecido por 93% das empresas em lojas físicas em 2022, comparado com 69% em 2021, quando olha-se para o segmento de moda, ele é o quarto mais utilizado pelos clientes. Em primeiro lugar é o método de cartão de crédito parcelado, seguido pelo cartão de crédito e cartão de débito. O cartão da loja, como o caso da Renner que possui o Cartão Renner, apresenta 8% dos pagamentos efetuados (Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo, 2023b).

Gráfico 2 - Meio de pagamento no segmento de moda



Fonte: Panorama dos Meios de Pagamento no Varejo Brasileiro (SBVC, 2023b)

Com os dados analisados acima é possível perceber que, apesar do dinheiro continuar tendo presença como meio de pagamento, a evolução tecnológica está presente com os meios digitais. Nota-se a parcela considerável de respondentes da pesquisa que utilizam cartão de crédito em suas compras, sendo uma oportunidade de mercado para empresas como Lojas Renner que disponibilizam cartões. Além disso, observa-se que apesar do uso do pix estar crescendo, o cartão de Loja não apresentou queda nas quatro edições da pesquisa, sendo, também, um bom indicador para empresas de varejo que tem cartão próprio.

Por fim, o estudo comenta que o desenvolvimento dos sistemas de pagamento estará sujeito a maneira como a futura geração adotará e aprovará método de pagamento mais seguros, convenientes e integrados.

4 LOJAS RENNER S.A.

Responsável pelos negócios Renner, Camicado, Youcom, Ashua, Repassa e Realize, a companhia Lojas Renner S.A. tem origem no estado do Rio Grande do Sul e destaca-se como maior varejista de vestuário do Brasil com R\$15,2 bilhões de Volume Bruto de Mercadorias (GMV - *Gross Merchandise Value*) em 2022. Além do varejo de moda, a Lojas Renner também atua no setor de soluções financeiras para fomentar as vendas e fidelizar clientes. Desde 1967, quando realizou seu IPO, a companhia está lista na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão e em 2005 se tornou a empresa pioneira no país a ter todas as suas ações negociadas em bolsa, não tendo, assim, um acionista controlador (Lojas Renner S.A., 202-).

4.1 HISTÓRICO

O grupo A. J. Renner, sob comando de Antônio Jacob Renner, começou suas operações em 1912 como indústria de produção têxtil em Porto Alegre e teve sua primeira loja aberta em 1922. Em 1940 passou a ser uma loja de departamento com mix de produto diversificado, mas somente em 1965 ocorreu a transição para Lojas Renner S.A.

Na bolsa de valores desde 1967, após um IPO que abriu o capital a outros investidores, a empresa permaneceu controlada pela família Renner. Entretanto, em 1998 a companhia J.C. Penney, uma das maiores redes de lojas de departamento dos EUA na época, assumiu o controle acionário. Em 2005, essa participação foi vendida na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão e fez da Lojas Renner a primeira no Brasil a ter 100% de *free float*.

Com a reestruturação interna em 1991, que deixou o caráter familiar para uma profissionalização da gestão, a empresa colocou em prática sua estratégia de expansão: entre 1994 e 2007, abriu de forma consistente novas lojas no Sul, Sudeste, Centro-Oeste e Nordeste, além de operações no estado do Amazonas. Na América do Sul sua estratégia de expansão englobou o Uruguai em 2007 e a Argentina em 2019. Além de abertura de lojas, sua estratégia de diversificação engloba a aquisição da Camicado em 2011, o lançamento da Youcom em 2013 e o lançamento da Ashua Curve & e Plus Size em 2016.

Além do setor de vestuário, a companhia iniciou suas soluções financeiras em 1973 com o cartão Renner e em 2010 lançou seu cartão *co-branded*, cuja modalidade permite que o cliente compre em outros estabelecimentos credenciados à bandeira do cartão. Visando fornecer ainda mais suporte à sua operação de varejo, em 2017 a empresa criou a Realize Crédito Financiamento e Investimento, uma instituição financeira que é 100% controlada pelo grupo Lojas Renner e é responsável pela operação das soluções financeiras ofertadas.

Com a crescente utilização da internet, a companhia começou suas vendas pela web no seu e-commerce em 2010 e vem expandindo seus canais de venda. Nos últimos anos a Lojas Renner vem desenvolvendo seu ecossistema de moda e *lifestyle*, que além do *core* principal de negócio, envolve *marketplace* e serviço para *sellers*, *loyalty*, soluções financeiras, omnicanalidade, serviços adjacentes ao *core* e conteúdo e *branding*. Para isso, a empresa adquiriu a Repassa em 2015, maior plataforma online de revenda de roupas do Brasil, e a Uello em 2017, uma empresa de tecnologia voltada aos serviços de logística, conhecida também pelo nome de *logtech* (Lojas Renner S.A., 202-).

4.2 MERCADO DE ATUAÇÃO

Conforme informações no seu web site, a Lojas Renner atua no mercado de varejo de moda no Brasil, principalmente no setor de vestuário (Lojas Renner S.A., 202-). Além das diferentes marcas de lojas, a empresa também oferece produtos financeiros para seus clientes e parceiros.

- Lojas Renner: é a principal marca da empresa e conta com, além dos canais digitais de vendas, 416 lojas de departamento no Brasil, 10 no Uruguai e 4 na Argentina. Com foco em moda, a marca oferece principalmente vestuário, mas também disponibiliza calçados, produtos de beleza e acessórios para seu público. Foi pioneira em utilizar o “encantômetro”, forma de medir a satisfação de seus clientes em suas lojas, e criou o conceito de estilos ao elaborar coleções, incorporando quatro estilos fundamentados em valores, interesses e atitudes dos clientes. Esses estilos também orientam a disposição das lojas físicas, que fogem da organização convencional por categorias.
- Lojas Youcom: marca lançada em 2013 e voltada ao público jovem da classe média. Além das vendas digitais, conta com 115 lojas físicas de tamanho menor

do que as tradicionais lojas de departamento da Renner.

- Lojas Ashua: marca *plus size* voltado ao público feminino e à diversidade. Possui 16 lojas nos estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul, Pernambuco, Bahia, Minas Gerais e Paraná.
- Lojas Camicado: adquirida em 2011 com o objetivo de diversificação, a marca é especializada em casa e decoração, e destaca-se para presentes de casamento, chá de casa nova, entre outras celebrações. A rede conta com 109 lojas espalhadas pelo país.
- Repassa: voltada à revenda de vestuário, calçados e acessórios, a marca procura explorar a conscientização no setor da moda e impactar positivamente a sociedade e o meio ambiente. Com atuação em todo território brasileiro, é o maior brechó on-line do país.
- Realize CFI: oferece produtos financeiros visando impulsionar as vendas da companhia e cultivar a fidelização de clientes. Suas soluções envolvem o Cartão Renner, cartão de crédito para parcelamento de compras nas marcas da companhia, Meu Cartão, com possibilidade de compras em estabelecimentos parceiros à bandeira do cartão e sendo possível compras internacionais, e a plataforma Orbi bank com conta digital e programas de benefícios. Além disso, é oferecido crédito a fornecedores parceiros, empréstimos pessoais para clientes do Cartão Renner e seguros. Com esses serviços financeiros, a companhia não apenas alavanca o seu comercial como também garante rentabilidade por meio de cobrança de juros em certas operações (Lojas Renner S.A., 202-, 2023a, 2023b).

4.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA E ESTRUTURA ACIONÁRIA

Segundo o IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2023), a governança corporativa se refere ao sistema de gestão, monitoramento e incentivo das organizações. Esse sistema visa alinhar interesses para o sucesso a longo prazo da empresa, facilitar acesso a recursos, contribuir para uma gestão eficaz e promover transparência, qualidade de informações, resolução de conflitos de interesse e fortalecimento dos direitos dos acionistas.

A Lojas Renner integra o grupo de Novo Mercado, sendo este o mais alto nível de governança corporativa. Algumas das regras e políticas a serem seguidas pelo

grupo são: ter capital social formado apenas por ações ordinárias (ON), que dão direito de voto em assembleias; ter *tag along* de 100% em suas ações, sistema de proteção para os acionistas minoritários no caso de venda da companhia; ter 25% das ações ordinárias em circulação no mercado, ou caso o volume diário de negociação seja maior que R\$ 25 milhões, esse percentual pode ser de 15% e possuir áreas de auditoria, *compliance* e controles internos e ter, no mínimo, cinco membros no conselho de administração, sendo 20% deles independentes (B3, 2023b).

A Lojas Renner, além de integrar o Novo Mercado, é referência em governança corporativa. De acordo com o web site da Lojas Renner S.A. (202-), algumas de suas práticas são: ter sido pioneira a ter 100% das ações em circulação no mercado, 88% dos profissionais do Conselho de Administração serem independentes, sendo 25% mulheres, ter manutenção de Conselho Fiscal de forma contínua, políticas de opções de compra de ações e participação nos resultados para alinhamento entre a gestão e os acionistas, ter metas ESG vinculadas à remuneração da diretoria, canal de denúncias administrado por companhia independente, avaliação formal dos membros do Comitê e Conselho, entre outras iniciativas.

A tabela 7 exhibe a posição acionária atual da Lojas Renner e evidencia que a empresa continua não contando com acionistas majoritários. Inclusive, nenhum acionista ou banco de investimentos possui 5% ou mais das ações da companhia (Lojas Renner S.A., 2023d).

Tabela 8 - Acionistas com mais de 5% de ações da Lojas Renner

Data Base 02/08/2023	Ações Ordinárias	(%)
Outros	955.590.761	99,20%
Ações em Tesouraria	7.636.232	0,80%
Total	963.226.993	100%

Fonte: Lojas Renner S.A. (2023d)

Essa base diversificada de acionistas pode ser vista como uma boa prática de governança corporativa. Dentre os benefícios, destacam-se a redução do risco associado à tomada de decisões corporativas, minimizando o controle individual; a diminuição do risco de ações da alta administração que possam ser movidas por interesses pessoais e em desacordo com os acionistas, como altos salários; a diminuição da probabilidade de alterações drásticas na estratégia devido a um acionista majoritário; e o aumento da complexidade envolvida na aquisição da

empresa por parte de outros investidores e *players* do mercado. Por outro lado, um ponto de atenção na gestão é a tomada de decisão e comunicação com stakeholders, que por serem numerosos pode ser mais lenta e apresentar ideias distintas.

4.4 DIRETORIA EXECUTIVA E CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

De acordo com o Estatuto Social das Lojas Renner, a Diretoria Executiva é composta de 4 a 10 diretores, sendo estes eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo Conselho de Administração. O prazo de mandato é de 2 anos, sendo possível a reeleição.

Analisando o quadro de diretores executivos, destaca-se a vasta experiência dos membros dentro da empresa e a cultura de crescimento interno. Conforme Lojas Renner S.A. (2023d) e seus perfis de LinkedIn, têm-se as seguintes informações: o presidente Fabio Adegas Faccio iniciou sua trajetória na Lojas Renner como trainee em 1999 e foi responsável pela diretoria de lojas, diretoria de operações e diretoria de produto, sendo treinado por José Gallo durante seis anos para assumir a atual posição. Sua formação inclui a graduação em Administração de Empresas pela PUC/SP e MBA em Varejo pela FGV/SP. Assim como o presidente, o Diretor de Produto, Henry Costa, também iniciou sua carreira como trainee na empresa e assumiu diversas funções de liderança.

Os demais Diretores possuem menos tempo de trabalho na companhia, mas diversificam o quadro pelas experiências em outras empresas do setor. O Diretor Financeiro e de Relação com Investidores, Daniel Martins dos Santos, tem experiência de 25 anos na Unilever, onde trabalhou na área e possui MBA na University of Michigan – Stephen M. Ross School of Business. Fabiana Taccola, Diretora de Operações, trabalhou por 11 anos como gerente na C&A, apresentando grande conhecimento do setor. E Regina Frederico Durante, Diretora de Gente e Sustentabilidade, era gerente geral de RH da companhia, mas tem outras seis experiências no mercado de trabalho, sendo de gerente e consultora na sua maioria, além de contar com MBA no Ibmecc.

O Conselho de Administração é um órgão composto por membros independentes que orientam e supervisionam as decisões estratégicas da empresa. Dentre os membros atuais, conforme web site da Lojas Renner S.A. (2023f), destaca-se o atual presidente José Gallo pela sua ampla experiência no setor de varejo. Sua

trajetória na companhia iniciou no ano de 1991, como consultor auxiliar para a família Renner, e, após anos de notoriedade, assumiu a presidência em 1998. Sua liderança deixou legado na empresa pelos resultados entregues e permaneceu no cargo até 2019, quando entrou para o Conselho de Administração. Além de quase 30 anos dentro da Lojas Renner, Gallo também atuou no Conselho Administrativo de outras empresas, como Itaú Unibanco Holding S.A., Ultrapar Participações S.A. e da Localiza Rent a Car S.A.

4.5 MODELO DE NEGÓCIO

Como descrito no tópico 4.2. deste trabalho, a fonte de receita da Lojas Renner é proveniente das suas marcas Renner, Youcom, Camicado, Ashua e Repassa e de serviços financeiros, principalmente de cartões de crédito. As marcas, além de oferecerem vestuário, também disponibilizam opções de calçados, acessórios, perfumes, beleza, entre outros itens, com exceção da Camicado que é voltada para casa e decoração. Seu modelo de negócio se concentra na concepção de novas coleções e vendas das mesmas, enquanto sua confecção conta com uma grande rede de parceiros (Lojas Renner S.A., 202-).

Os clientes da companhia são os consumidores finais no mercado e conforme o *Investor Day* (Renner S.A., 2023b), o público-alvo da companhia são os consumidores das classes socioeconômicas C+, B e A- e as peças das coleções contam com diferentes precificações para melhor adequação ao mercado. Além disso, a empresa conta com quatro lifestyles, Neo Tradicional, Glamour, Modern e Youngers, que impulsionam as coleções para diferentes públicos com diferentes preferências. Em relação a retenção da base de clientes, a receita proveniente de clientes recorrentes tem aumentado a sua representatividade nos últimos anos sendo que, em 2022, 75% da receita da companhia foi proveniente destes. Além disso, dentro dos clientes recorrentes, a Lojas Renner tem a classificação de clientes fiéis, estes que, em 2022, representam 49% da receita (Lojas Renner S.A., 2023b).

Os canais de vendas da empresa são as lojas físicas e os canais online. Por muito tempo a estratégia da companhia concentrou sua estratégia de crescimento em expansão de novas lojas, mas desde 2019 com seu atual ciclo estratégico, redireciona seus esforços no digital. Nos seus marketplaces, tanto Renner, quanto Youcom e Camicado tem seus próprios apps, é possível comprar produtos da Renner e,

recentemente, é possível adquirir produtos complementares de outras marcas e empresas. Dessa forma, outra maneira de rentabilizar é por taxas cobradas por produtos de outras empresas parceiras em seus canais. Importante salientar que pesquisa de comparação de preço foi realizada pela autora no app e loja física Renner e, apesar de não ser uma prática comum no mercado, os preços online e físico eram os mesmos.

A Lojas Renner S.A. (2023e) mantém uma base sólida e consolidada de fornecedores, estes considerados parceiros estratégicos, fundamentais para o desenvolvimento e fortalecimento de sua estratégia e marca. Além disso, a companhia se propõe a incentivar o desenvolvimento dessa cadeia de fornecedores por meio de diversas iniciativas, como o Programa de Excelência Renner, Índice de Desempenho Global de Fornecedores, Encadeamento Produtivo e Universidade Renner para Fornecedores. Em contrapartida, para se tornar fornecedor da Lojas Renner é necessário cumprir alguns requisitos, como alinhamento de valores e atendimento dos requisitos mínimos de fornecimento, entre outros.

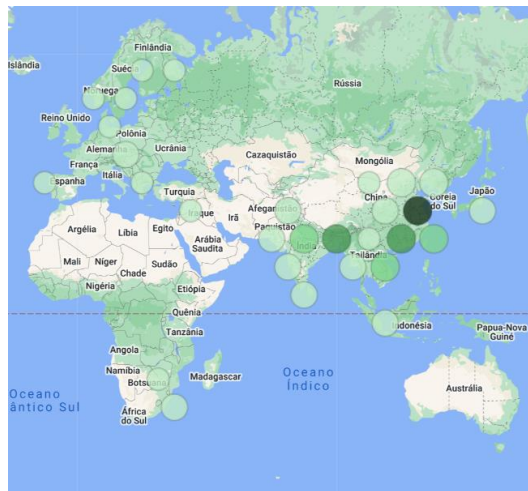
De acordo com a listagem de fornecedores, a companhia conta com mais de dois mil parceiros estratégicos tier 1 e 2 espalhados pelo mundo, sendo, aproximadamente 67% do fornecimento proveniente de empresas brasileiras e os outros 33% de players estrangeiros. Nas figuras 1 e 2 é possível verificar que maior parte do seu fornecimento é vindo da América do Sul, seguido da Ásia (Lojas Renner S.A., 2023e).

Figure 1 - Fornecedores na América



Fonte: Lojas Renner S.A. (2023e)

Figure 2 - Fornecedores na África, Europa, Ásia e Oceania



Fonte: Lojas Renner S.A. (2023e)

Dessa forma, ao levar em consideração que a Lojas Renner estabelece padrão rigorosos para identificar parceiros estratégicos de fornecimento, a diversidade significativa de fornecedores, a ampla distribuição geográfica e o objetivo de um relacionamento de longo prazo, percebe-se que o desenvolvimento da cadeia de suprimentos é uma vantagem competitiva para a companhia.

Em relação aos serviços financeiros, maior parte da receita é proveniente do Cartão Renner, seu próprio cartão de crédito, e do cartão *co-branded*, em parcerias com outras instituições financeiras. No primeiro, a companhia gera receita ao cobrar juros nas compras parceladas dos clientes e no segundo, a empresa obtém rendimento através das taxas de intercâmbio e de administração cobradas nas transações (Lojas Renner S.A., 2023c).

Apesar de serviços financeiros ser um *business* diferente de varejo, as soluções financeiras ofertadas incentivam a fidelização dos clientes, bem como impulsiona mais receita ao disponibilizar crédito aos seus clientes. Lembrando que, a companhia também oferece linhas de crédito para fornecedores, na sua estratégia de desenvolver os parceiros de negócio (Lojas Renner S.A., 202-).

Em relação a estruturas de custos e despesas da companhia, os custos com varejo são bem maiores do que os custos com serviços financeiros. Além dos custos, a empresa tem significativas despesas com vendas, gerais e administrativo, depreciação e amortizações e perdas em crédito.

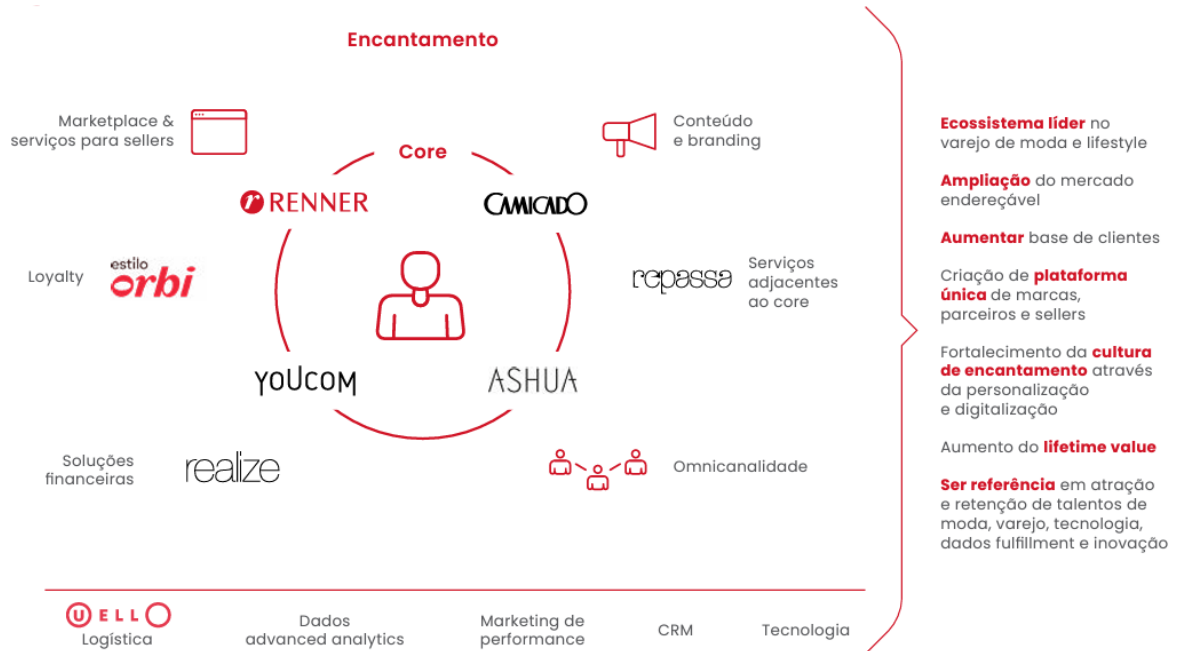
Com esse modelo de negócio, a Lojas Renner busca evoluir sua proposta de valor: “Entregar a melhor experiência em moda e *lifestyle* para o segmento médio/alto, encantando nossos clientes com produtos e serviços de qualidade a preços competitivos, por meio de um ecossistema inovador e sustentável.” (Lojas Renner S.A., 202-).

4.6 ESTRATÉGIA

Alinhado com sua proposta de valor, os objetivos estratégicos da companhia se baseiam nos 3Rs: referência em moda e *lifestyle*, referência em experiências encantadoras e referência em moda responsável, em buscar de se tornar o ecossistema de moda e *lifestyle* líder na América Latina.

O ciclo estratégico atual da companhia, que corresponde a 7 anos, é focado na ambição de ser o ecossistema de moda e *lifestyle* líder na América Latina. Esse ecossistema foca em conectar os serviços *core* da empresa e alavancá-los com produtos, serviços e soluções complementares, baseadas no encantamento: omnicalidade, serviços adjacentes ao *core*, conteúdo e *branding*, *market place* e serviços para *sellers*, *loyalty* e soluções financeiras. Para dar sustentação a esse sistema de inovação, é trabalhado com *advanced analytics*, logística, marketing e tecnologia (Lojas Renner S.A., 2023a, 2023b).

Figura 5 - Ecossistema de moda e *lifestyle* Lojas Renner



Fonte: Investor Day (Lojas Renner S.A., 2023b)

4.6.1 Omnicanalidade

A estratégia de omnicanalidade da Lojas Renner representa uma abordagem que integra de forma harmoniosa seus canais de venda online e *offline*, proporcionando aos clientes uma experiência de compra unificada e conveniente (Lojas Renner S.A., 2023b).

Essa abordagem traz benefícios significativos tanto para os clientes quanto para a Lojas Renner. A omnicanalidade fortalece o relacionamento da empresa com seus clientes, promovendo fidelização e engajamento deles, tornando a jornada de compra mais fácil ao permitir que estes encontrem produtos, comparem preços e realizem compras no formato desejado. Além disso, do ponto de vista operacional, a companhia pode otimizar a gestão de estoques e a eficiência logística.

Essa estratégia permite que a Lojas Renner colete dados valiosos sobre o comportamento do cliente para geração de insights de negócio de forma completa e transversal, algo que não seria totalmente possível com a desconexão entre as lojas físicas e os canais digitais.

4.6.2 Conteúdo e branding

Conteúdo e branding está inteiramente relacionado a fidelização de clientes. De acordo com a apresentação do Investor Day, a Lojas Renner tem como ambição:

Ser referência em CRM e conteúdo de Moda e Lifestyle ao longo da jornada omnichannel, crescendo a base ativa de clientes, gerando alcance, tráfego não pago e recorrência com rentabilidade para seguir encantando cada vez mais (Lojas Renner S.A., 2023b, p. 57).

Atualmente, a companhia está no estágio de relevância, engajamento e segmentação, sendo que seu objetivo é realizar a personalização da comunicação e aumentar o *stickiness*, métrica que mede a frequência com que usuários ativos retornam ao aplicativo novamente. Para isso, a equipe de marketing utiliza dados de cliente em tempo real, tecnologia e conteúdos e benefícios personalizados e automatizados *cross* canais (Lojas Renner S.A., 2023b).

4.6.3 Clientes / Loyalty

De acordo com o Investor Day, a empresa tem a missão de “ser a marca de moda e lifestyle com mais clientes fiéis” (Lojas Renner S.A., 2023b, p. 62).

Em outubro de 2022, foi lançado o mais recente programa de fidelidade do ecossistema Renner, Estilo Orbi, que passou a estar disponível em todo o país em 2023. Esse programa oferece benefícios e experiências exclusivas aos clientes mais leais da empresa, abrangendo todas as marcas do grupo, como Renner, Camicado, Youcom, Ashua, Repassa e Realize (Lojas Renner S.A., 2022b)

Conforme o Estilo Orbi, o processo de cadastro é realizado de forma gratuita. Ao vincular o CPF às notas de compra, os clientes começam a acumular pontos que proporcionam vantagens e possibilitam a ascensão nas categorias do programa de fidelidade. Essas categorias são classificadas em quatro níveis: Conecta, Inspira, Impressiona e Arrasa. Os benefícios abrangem uma ampla gama de vantagens, desde promoções exclusivas e cashback até acesso antecipado a coleções exclusivas e convite para eventos e transmissões ao vivo (Estilo Orbi, 2022).

4.6.4 Soluções financeiras

Os serviços financeiros estão atrelados à Realize, instituição financeira da Lojas Renner unida ao ecossistema de moda e *lifestyle*, que fornece suporte à operação de varejo da companhia. As soluções financeiras ofertadas pela Realize são o Cartão Renner, Meu Cartão (cartão de crédito internacional), linhas de crédito para fornecedores da Companhia, Saque Rápido e seguros (Lojas Renner S.A., 202-).

Juntamente com a estratégia de *loyalty* da companhia, foi lançado o Orbi Bank com o intuito de promover a fidelização de clientes e possibilitar uma integração abrangente no ecossistema ao unir moda e finanças (Lojas Renner S.A., 2023b). A plataforma financeira reúne todas as soluções para clientes e parceiros, como fornecedores e *sellers* do marketplace. Os serviços oferecidos incluem conta digital, soluções de crédito, cartão de crédito, e, junto com *loyalty*, oferece-se cashback exclusivo, entre outras soluções (Realize Soluções Financeiras, 202-).

4.6.5 Serviços adjacentes ao core

Alinhada ao pilar de referência em moda responsável, com o objetivo de encantar por meio da moda circular e consciente, fazer o bem e alcançar resultados positivos no mundo, a Repassa foi criada em 2015 e comprada pela Renner em 2021 para fazer parte do ecossistema. Com foco na revenda de vestuário, calçado e acessórios, ela é atualmente é o maior brechó online do país (Lojas Renner S.A., 202-).

4.6.6 Marketplace e serviços para sellers

O marketplace surge com o objetivo de ser a plataforma omnicanal da Lojas Renner. Conforme apresentado no Investor Day, o ponto de chegada é ter uma plataforma unificada do ecossistema com jornada fluída entre os canais Renner, Youcom, Camicado, Ashua, Repassa, Realize e Uello.

Dentro dessa plataforma, são oferecidos produtos de outros *sellers* parceiros que trazem complementariedade na sacola de compras dos clientes. Com esses produtos complementares, a empresa ganha uma taxa na sua venda e espera que essa estratégia traga resultados em termos de frequência de compra, ticket médio e *cross sell* (Lojas Renner S.A., 2023b).

4.7 VANTAGENS E POSIÇÃO COMPETITIVA

Em um mercado competitivo como o varejo de moda, é crucial entender as vantagens que a empresa tem sobre esses concorrentes, assim como o seu posicionamento dentro deste mercado.

4.7.1 Vantagens competitivas da Lojas Renner

No Investor Day, o CFO da empresa comentou que a história das Lojas Renner é de sucesso, com ganho de mercado, aumento de competitividade e com resultando de crescimento de 202% entre 2012 e 2022. Nesse âmbito, a empresa traz as seguintes vantagens estratégicas competitivas: fornecedores locais e internacionais, coleções segmentadas, modelo de alocação e distribuição, omnicanalidade, cultura com foco no cliente e ESG (Lojas Renner S.A., 2023b).

De acordo com a apresentação, a base de fornecedores locais foi criada nos últimos 15 a 30 anos, operação que não seria tão simples e rápido replicar com a agilidade, qualidade entregue e nível de compliance cobrado. Além disso, a base internacional, também em compliance, é cada vez maior e mais diversa.

Segundo a companhia, outra vantagem competitiva são as coleções segmentadas por *lifestyle* com sortimento maior de produtos, porém sem sobreposição entre eles e sem infinidade de escolhas. Dessa forma, é possível atender públicos com preferências diferentes de moda e manter a assertividade na escolha das peças (Lojas Renner S.A., 2023b).

A companhia também considera ser referência em omnicanalidade como uma vantagem competitiva, visto que acreditam que os canais de vendas online não substituirão as lojas físicas existentes, mas que haverá uma complementariedade entre essas duas esferas (Lojas Renner S.A., 2023b). Seguindo a mesma abordagem, a empresa norte-americana JCPenny está investindo cerca de U\$1 bilhão na remodelação de suas lojas, com incorporação de mais tecnologia, e comenta que focar nessas 650 lojas físicas, que representam 70% do faturamento, vai ser fundamental para sua recuperação (George-Parkin, 2023).

Em relação à cultura, o fato da Lojas Renner ter foco no cliente com a sua cultura de encantamento, inclusive sendo pioneira ao criar o indicador “encantômetro” é uma vantagem competitiva (Lojas Renner S.A., 2023b). Esse fato é evidenciado por

Reichheld (2022) na sua análise comparativa entre as empresas indicadas no livro *Empresas Feitas para Vencer*, de Jim Collins, e empresas líderes em NPS: o autor indica que as empresas líderes em NPS cresceram 5,1 vezes mais do que a mediana do mercado americano, enquanto aquelas indicadas por Jim Collins cresceram 0,4 vezes o mercado.

4.7.2 Posição competitiva no mercado

Após análises de mercado sobre o setor de varejo e o subsetor de tecidos, vestuário e calçados, além de análises da companhia Lojas Renner, como histórico, modelo de negócio, governança corporativa, diretoria executiva e conselho de administração, faz-se a análise de sua posição competitiva usando o método de 5 forças de Porter, conforme descrito no item 2.3.1.

4.7.2.1 Poder de barganha de fornecedores

Percebe-se que a indústria de vestuário no país se apresenta de maneira bastante fragmentada, com uma significativa parcela do seu faturamento originando-se de empresas de pequeno porte. Devido à composição majoritária por pequenos negócios, é possível inferir que o poder de barganha dessa indústria tende a ser reduzido. Um indicativo adicional dessa dinâmica é a abrangente base de fornecedores da Lojas Renner, que conta com mais de dois mil parceiros distribuídos pelo Brasil e em diversas partes do mundo.

Assim, ao analisar tanto a estrutura da indústria de vestuário no Brasil quanto a extensiva rede de fornecedores da Lojas Renner, é notório que o poder de barganha dos fornecedores é baixo.

4.7.2.2 Poder de barganha de clientes

Os clientes da Lojas Renner são os consumidores finais, os quais são consideravelmente suscetíveis a mudanças no cenário econômico, o que impacta diretamente em compras de vestuário, calçados e acessórios. Adicionalmente, esses consumidores apresentam uma grande variedade de estilos e preferências, o que

impacta na aceitabilidade das coleções de moda no mercado. Além disso, mesmo com a implementação de programas de fidelidade e a disponibilidade de cartões de crédito pela própria empresa, os consumidores demonstram sensibilidade aos preços. Os avanços nos canais digitais, que ampliam a pesquisa de preços entre produtos e marcas distintas, acentuam ainda mais essa susceptibilidade.

Levando em consideração que, apesar do grande número de consumidores e da Lojas Renner não depender de clientes majoritários, torna-se evidente que esses consumidores possuem alto poder de barganha em relação à empresa.

4.7.2.3 *Rivalidade entre concorrentes*

Com base em análises anteriores, constata-se um elevado índice de informalidade no setor, e a distribuição de participação de mercado reflete uma notável fragmentação: a Lojas Renner lidera o setor tem aproximadamente 10% de *market share*. Além disso, os consumidores finais demonstram sensibilidade aos preços e às tendências de moda, sendo que, mesmo diante dos programas de fidelidade oferecidos pelas empresas, mantêm a flexibilidade de migrar para concorrentes ou realizar compras em ambos.

Dada a estrutura do mercado e as expectativas dos clientes, evidencia-se que a rivalidade entre os concorrentes no varejo de moda é alta.

4.7.2.4 *Ameaça de novos concorrentes*

O mercado de varejo de moda no Brasil é predominantemente composto por empresas nacionais, com uma presença limitada de *players* estrangeiros. Além disso, as companhias do setor possuem presença consolidada em relação a lojas físicas, centros de distribuição e, mais recentemente, uma crescente expansão dos seus canais digitais. Essa configuração cria barreiras substanciais para a entrada de novos concorrentes.

Apesar do aumento na participação de empresas asiáticas, a sua competitividade está sensível às regras fiscais relacionadas a taxas de importação.

Vale notar que, caso haja uma transição para uma operação mais nacionalizada, não existem garantias definitivas quanto à sua competitividade no mercado brasileiro.

Portanto, a estrutura consolidada da Lojas Renner com centenas de lojas espalhadas pelo país, base de fornecedores locais, centros de distribuição e ganhos com aumento de escala, trazem uma barreira de entrada. Por outro lado, conforme o consumidor adere a diferentes tendências de moda e tem sensibilidade à preço, este cenário apresenta ameaça de novos *players*. Dessa forma, considera-se moderada a ameaça de novos concorrentes.

4.7.2.5 *Ameaça de produtos substitutos*

Recentemente, observa-se uma crescente inclinação em direção a produtos sustentáveis e à economia circular, caracterizada por mudanças nas matérias-primas, extensão do tempo de usabilidade e promoção do reuso dos produtos. Apesar das mudanças nas tendências e preferências do usuário ao longo do tempo, a demanda por roupas, calçados e acessórios persiste estável. Não se identifica, até o momento, produtos substitutos capazes de provocar uma ruptura significativa no setor. Assim, a ameaça de substituição permanece baixa.

5 INDICADORES FINANCEIROS

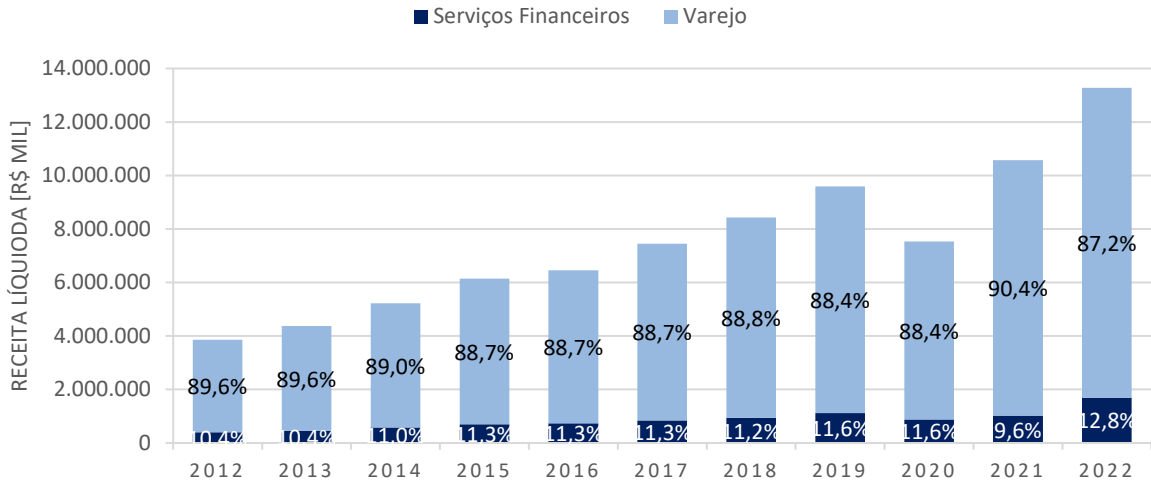
O propósito deste capítulo é examinar diversos aspectos financeiros da Lojas Renner, incluindo o progresso da receita, a evolução dos custos e despesas, a lucratividade, a rentabilidade, o investimento, a geração de caixa e o nível de endividamento.

5.1 RECEITA

A receita líquida da Lojas Renner cresceu de forma consistente nos últimos anos, com exceção de 2020, que apresentou retração de 21,4% devido às medidas sanitárias impostas e pelas condições econômicas referentes ao período da pandemia de Covid-19. O crescimento entre os anos de 2012 e 2022 foi de 243% para a companhia, com aumento de 323% para o negócio de serviços financeiros e aumento de 234% para o varejo. Além disso, a taxa de crescimento anual composta (CAGR – *Compound Annual Growth Rate*) do período foi de 13,1%, 15,5% e 12,8% respectivamente para a companhia, serviços financeiros e varejo. Esses dados demonstram o bom desempenho e a resiliência da Lojas Renner, com aumento na receita líquida de 17,8% e 5,0% nos anos de 2015 e 2016, em que o Brasil estava sendo desafiado por uma crise econômica.

Comparando-se os negócios de serviços financeiros e vendas no varejo, percebe-se que serviços financeiros é um item significativo para a empresa, porém com participação muito menor na receita da companhia comparado com as vendas de varejo. Além disso, a participação na receita de serviços financeiros aumentou pouco no período analisado, passando de 10% para 13%.

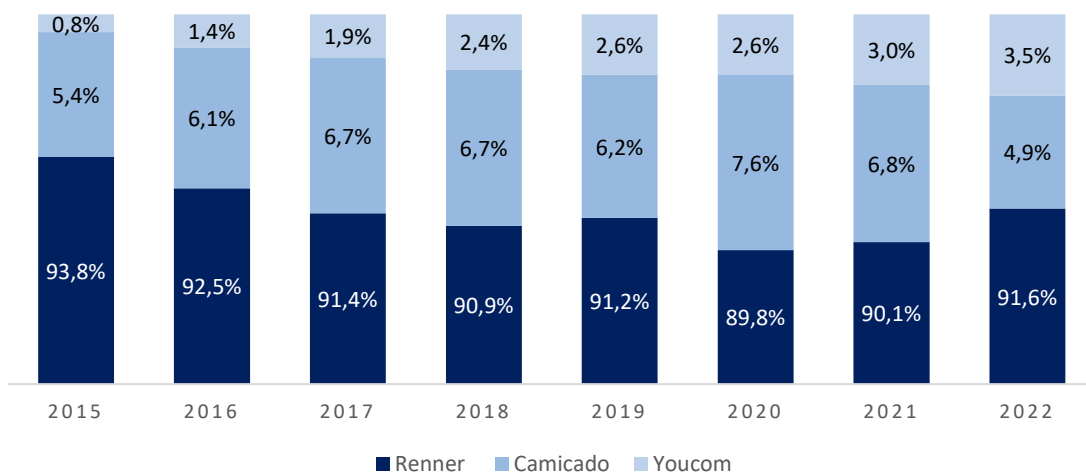
Gráfico 3 - Evolução da receita da Lojas Renner



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Percebe-se que a marca Renner é predominante na participação de receita das vendas no varejo com atualmente 91,6%, seguida pela Camicado, com 4,9% da receita. Ao analisar o gráfico 4 abaixo, observa-se que a marca Youcom vem aumentando sua participação ano após ano na receita, com crescimento de 873% entre 2015 e 2022 contra os 107% da marca Renner, porém apresenta a menor participação na receita da companhia, sendo de 3,5% em 2022.

Gráfico 4 - Participação das marcas na receita do Varejo



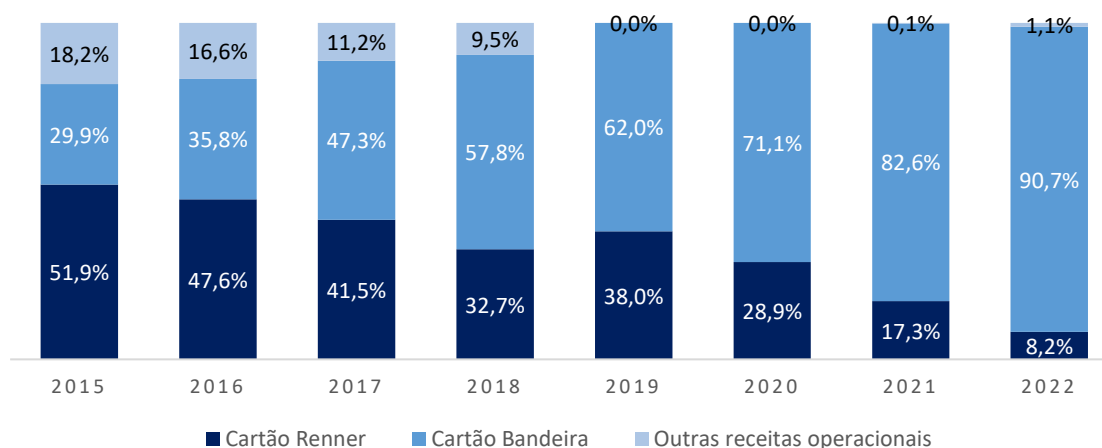
Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

No segmento de serviços financeiros, nota-se a mudança de estratégia ao longo dos anos. Em 2015, o Cartão Renner era preponderante na receita de serviços

financeiros com 51,9%, enquanto em 2022 a predominância foi o Cartão Bandeira com 90,7% da receita. Essa diminuição da receita com o Cartão Renner e aumento com Cartão Bandeira está alinhado com o estudo Panorama dos meios de pagamento no varejo brasileiro, da Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo, que apresenta que os meios de pagamento mais utilizados nas lojas físicas do varejo de moda são cartão de crédito parcelado com 28%, seguido de cartão de crédito com 16% e cartão da loja encontra-se na sexta posição com 8% (Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo, 2023b).

Além disso, no histórico da Lojas Renner observa-se a diminuição da parcela de outras receitas operacionais na receita de serviços financeiros, que engloba o Saque Rápido e seguros, como demonstra o gráfico 5 abaixo.

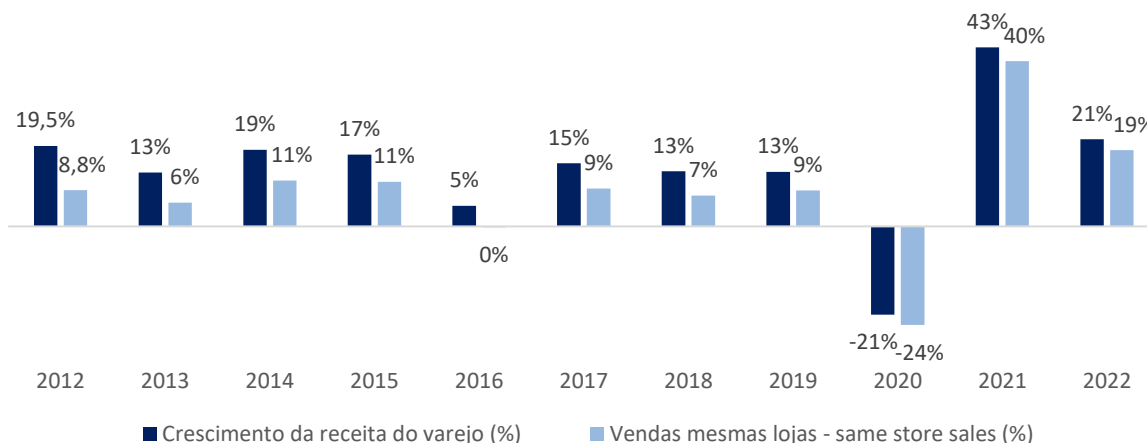
Gráfico 5 - Participação dos produtos e serviços na receita de serviços financeiros



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

A receita da empresa ainda é majoritariamente proveniente de lojas físicas, sendo o seu crescimento analisado entre vendas em mesmas lojas (*same store sales*) e vendas que não são destas, como a abertura de novos estabelecimentos. No gráfico 6, percebe-se que a venda em mesmas lojas é consistente ao longo do período analisado, com exceção de 2016 e 2020 que foram anos de crise econômica. Percebe-se ainda que a receita que não é de mesmas lojas, ou seja, que é de novas lojas, também é representativa para a empresa.

Gráfico 6 - Crescimento do varejo e vendas de mesmas lojas



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Além das lojas físicas, a iniciativa de vendas digitais iniciada em 2010 vem crescendo. A penetração das vendas digitais atingiu 13,5% em 2022, impulsionada principalmente pela tendência de digitalização provocada pelas consequências da pandemia de Covid-19 e dos investimentos da Lojas Renner no ecossistema de moda. Na tabela 9 percebe-se que o GMV digital tem crescido mais do que a receita líquida de varejo e que a penetração das vendas digitais saltou em 2020 e continuou crescendo nos dois anos seguintes (Lojas Renner S.A., 2023b, 2023g).

Tabela 9 - Análise do desempenho do digital

	2019	2020	2021	2022	CAGR
Receita Líquida Varejo	8.474.693	6.660.571	9.555.433	11.575.796	11,0%
GMV Digital	474.019	1.084.032	1.644.362	2.046.420	62,8%
Penetração das Vendas digitais	4,3%	12,4%	13,1%	13,5%	

Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

5.2 CUSTOS E DESPESAS

Juntos, os custos de varejo e serviços financeiros representam em torno de 40% da receita líquida total e apresentam CAGR de 12,41% enquanto o CAGR da receita líquida foi de 13,14%.

Em relação ao custo de varejo, este é relacionado a receita líquida de varejo com correlação de 0,997 e apresenta bons resultados entre 2012 e 2022, com CAGR da receita de varejo de 12,83% e CAGR dos custos de 12,30%. Essa tendência de queda dos custos em relação a receita foi acentuada em 2018, quando a porcentagem

de custos sobre a receita atingiu 43,5%. A exceção foi o ano de 2020 com 21% de redução na receita e queda apenas de 13% nos custos, evidenciando o desafio com a queda abrupta nas vendas provocada pela pandemia de Covid-19, mas recuperando os números nos anos seguintes.

No que diz respeito aos custos de serviços financeiros, observa-se uma correlação de 0,763 com a receita líquida de serviços financeiros, o que demonstra uma correlação forte, mas inferior a correlação calculada para o varejo. Além disso, destaca-se a proporção entre custos e receita de serviços financeiros, a qual se mantém abaixo de 10%. Em contrapartida, ao analisar o período entre 2012 e 2022, nota-se que o CAGR da receita de serviços financeiros é de 15,52%, enquanto os custos de serviços financeiros apresentam um CAGR de 19,96%. Essas taxas indicam um aumento mais acentuado nos custos ao longo do tempo, em contraste com o segmento de varejo.

Tabela 10 - Custos de varejo e serviços financeiros com receita líquida

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Receita Líquida Varejo	3.461.960	3.913.809	4.642.612	5.450.852	5.721.757	6.600.073	7.485.433	8.474.693	6.660.571	9.555.433	11.575.796
<i>Varição Anual</i>		13,1%	18,6%	17,4%	5,0%	15,4%	13,4%	13,2%	-21,4%	43,5%	21,1%
Receita Líquida Serviços Financeiros	400.548	456.519	574.207	694.346	729.821	844.232	941.108	1.113.744	876.609	1.016.133	1.695.342
<i>Varição Anual</i>		14,0%	25,8%	20,9%	5,1%	15,7%	11,5%	18,3%	-21,3%	15,9%	66,8%
Custo de Varejo	1.616.412	1.850.807	2.143.141	2.466.180	2.536.630	2.922.882	3.257.398	3.707.306	3.201.309	4.374.886	5.156.589
<i>Varição Anual</i>		14,5%	15,8%	15,1%	2,9%	15,2%	11,4%	13,8%	-13,6%	36,7%	17,9%
<i>% da Receita Líquida de Varejo</i>		47,3%	46,2%	45,2%	44,3%	44,3%	43,5%	43,7%	48,1%	45,8%	44,5%
Custo de Serviços Financeiros	17834	16777	22772	45172	38453	22031	27119	23215	22261	22501	110048
<i>Varição Anual</i>		-5,9%	35,7%	98,4%	-14,9%	-42,7%	23,1%	-14,4%	-4,1%	1,1%	389,1%
<i>% da Receita Líquida de Serviços Financeiros</i>		3,7%	4,0%	6,5%	5,3%	2,6%	2,9%	2,1%	2,5%	2,2%	6,5%

Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Em contraposição aos custos, as despesas totais tiveram um CAGR de 14,70%, acima do CAGR da receita líquida total e indicando aumento das despesas ao longo do tempo.

Assim como os custos, a despesa total também está atrelada à receita líquida com correlação de 0,993. Ao analisar a despesa total da Lojas Renner com sua receita líquida total, percebe-se as despesas totais tiveram um CAGR de 14,70%, acima do CAGR da receita líquida total de 13,14%. Além disso, a média da relação entre despesa e receita no período foi de 45,2%, ficando os três últimos anos acima dela.

Na tabela 11 é possível analisar cada uma das categorias de despesas desde o ano de 2012. Na mesma tabela, ao analisar o ano de 2022 observa-se que a despesa mais significativa é vendas, seguida de gerais e administrativas, depreciação

e amortização. Ademais, ao comparar os valores do ano de 2022 com o ano de 2019, observa-se que a única despesa que apresentou queda na relação entre despesa e receita é a categoria de Outros resultados operacionais, com 0,7p.p. Além disso, a despesa com maior aumento na relação entre despesa e receita é Perdas em crédito, líquidas, com crescimento de 3.5p.p.

Tabela 11 - Participação das despesas nas despesas totais

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Despesa Total	1.669.011	1.852.306	2.248.855	2.700.594	2.900.804	3.412.153	3.718.203	4.181.538	3.456.731	5.358.434	6.577.415
% da Receita Líquida Total	43,2%	42,4%	43,1%	43,9%	45,0%	45,8%	44,1%	43,6%	45,9%	50,7%	49,6%
Outros Resultados Operacionais	186.493	182.070	277.913	295.554	258.729	376.480	360.117	401.980	-324.457	611.845	466.551
% da Receita Líquida Total	4,8%	4,2%	5,3%	4,8%	4,0%	5,1%	4,3%	4,2%	-4,3%	5,8%	3,5%
Vendas	929.556	1.030.055	1.171.753	1.389.728	1.547.462	1.866.000	2.075.387	1.975.720	1.885.628	2.545.112	2.829.435
% da Receita Líquida Total	24,1%	23,6%	22,5%	22,6%	24,0%	25,1%	24,6%	20,6%	25,0%	24,1%	21,3%
Gerais e Administrativas	293.932	330.255	398.000	469.389	521.149	584.785	687.452	761.036	723.283	984.659	1.295.836
% da Receita Líquida Total	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	8,1%	7,9%	8,2%	7,9%	9,6%	9,3%	9,8%
Depreciações e Amortizações	132.949	167.437	212.730	264.780	311.261	329.052	314.574	661.753	759.641	877.017	993.850
% da Receita Líquida Total	3,4%	3,8%	4,1%	4,3%	4,8%	4,4%	3,7%	6,9%	10,1%	8,3%	7,5%
Perdas em crédito, líquidas	126.081	142.489	188.458	281.143	262.203	255.835	280.673	381.049	412.636	339.801	991.743
% da Receita Líquida Total	3,3%	3,3%	3,6%	4,6%	4,1%	3,4%	3,3%	4,0%	5,5%	3,2%	7,5%

Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Em nota, a empresa divulgou que o aumento de perdas em crédito está atrelado ao cenário macroeconômico desafiador, com elevado endividamento das famílias e com maior provisionamento de perdas. Já o aumento de despesas gerais e administrativas está relacionado ao novo centro de distribuição em Cabreúva e ao capital investido de maneira mais acentuada no ecossistema de moda e *lifestyle* em 2021 (Lojas Renner S.A., 2023b, 2023c).

Por fim, digna de nota é a evolução das despesas com depreciações e redução das despesas com vendas do ano de 2018 para 2019. Ao investigar esse tópico, vê-se que em 2019 entrou em vigor a adoção contábil CPC-06/IFRS 16, a qual trouxe mudanças na contabilidade das despesas de vendas, gerais e administrativas, bem como depreciação e amortizações, além de outras alterações no fluxo de caixa e ativos. Em virtude disso, serão realizados ajustes nessas despesas a partir de 2019 para a modelagem do Fluxo de Caixa Descontado, com o objetivo de manter a base de comparação histórica consistente, e as projeções seguirão as regras contábeis pré-CPC-06.

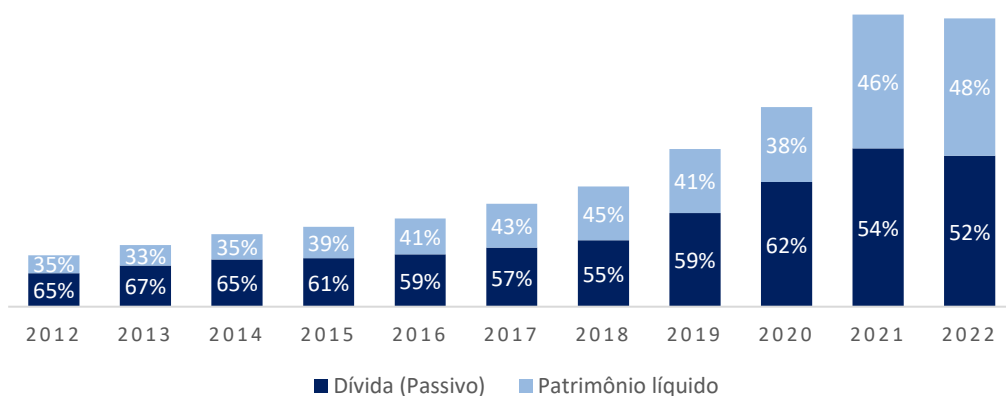
A norma contábil CPC-06 traz mudança no cálculo de arrendamentos (contratos de aluguéis) nas demonstrações financeiras da empresa. De maneira sintetizada, a partir dessa norma os arrendamentos passam a ser reconhecidos no balanço patrimonial e deixam de ser contabilizados como uma despesa de vendas, gerais e administrativas (SG&A - *Sales, General and Administrative*). Como esse

montante de arrendamento entra nas contas do ativo e passivo, os arrendamentos passam a ser contabilizados na depreciação e nas despesas financeiras. No entanto, ao adicionar o valor final do arrendamento no balanço patrimonial, este leva em conta o reajuste anual de aluguel de acordo com os juros compostos enquanto a depreciação é calculada ano a ano de forma linear. Dessa forma, ao somar a depreciação e as despesas financeiras, estas não chegarão ao valor total do arrendamento e para encontrá-lo deve-se analisar a demonstração de fluxo de caixa da companhia (Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2017).

5.3 ENDIVIDAMENTO, LIQUIDEZ E INVESTIMENTOS

Ao comparar o passivo circulante e o passivo não circulante com o patrimônio líquido, o passivo total é preponderante sobre o capital próprio. Porém, nos últimos anos observa-se o aumento da parcela do capital próprio, saindo de 35% em 2012 para 48% em 2022. Nota-se que em 2021 a companhia emitiu 102 milhões de novas ações com o objetivo de evoluir o ecossistema de moda e *lifestyle*, visando impulsionar a transformação digital, assim como desenvolver o novo centro de distribuição e abrir novas lojas físicas. (Lojas Renner S.A., 2023b, 2023c)

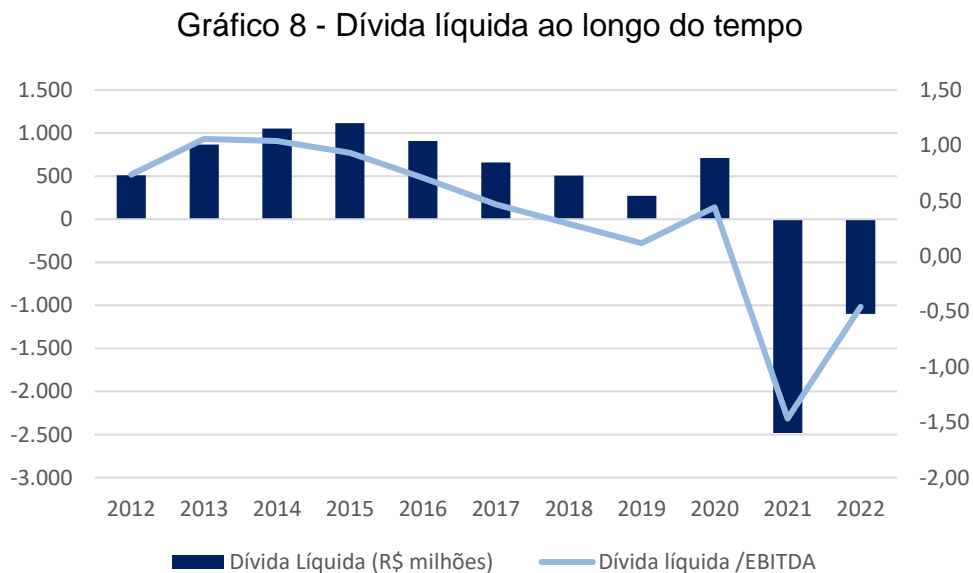
Gráfico 7 – Passivo e Patrimônio Líquido da Lojas Renner



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Para analisar a dívida líquida da companhia é necessário classificar quais linhas do balanço são dívida. Para tal, foi considerado dívida os valores de empréstimos, financiamentos e debêntures, financiamentos.

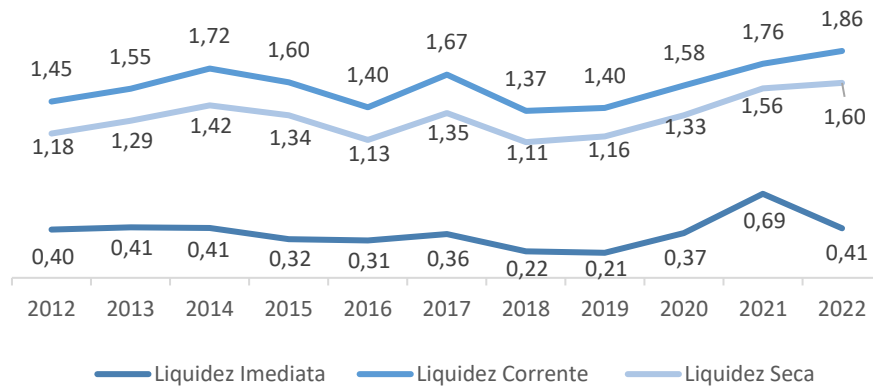
Com o gráfico 8, é possível perceber que a dívida líquida da Lojas Renner estava mais alta no período entre 2013 e 2015, com indicador dívida líquida/EBITDA levemente maior do que um. Porém, a companhia vinha diminuindo gradualmente essa dívida ao longo dos anos de 2016 a 2019, quando em 2020 houve, novamente, acréscimo de dívida. A partir do ano de 2021 o caixa e equivalente de caixa, juntamente com aplicações financeiras, foram superiores à dívida, resultando em uma dívida líquida negativa, ou seja, a empresa conseguiria quitar toda a sua dívida com o caixa existente.



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Os indicadores de liquidez apresentam bons resultados, com a companhia apresentando liquidez corrente e seca sempre acima de um no período entre 2012 e 2022. Eles apresentam uma tendência de alta nos últimos anos, dado que o ativo circulante cresceu mais que o passivo circulante, e houve aumento principalmente das contas de tributos a recuperar e caixa e equivalentes de caixa. Já a liquidez imediata teve um salto em 2021 dado o aumento de 166% de caixa e equivalente de caixa no ano comparado com o ano anterior.

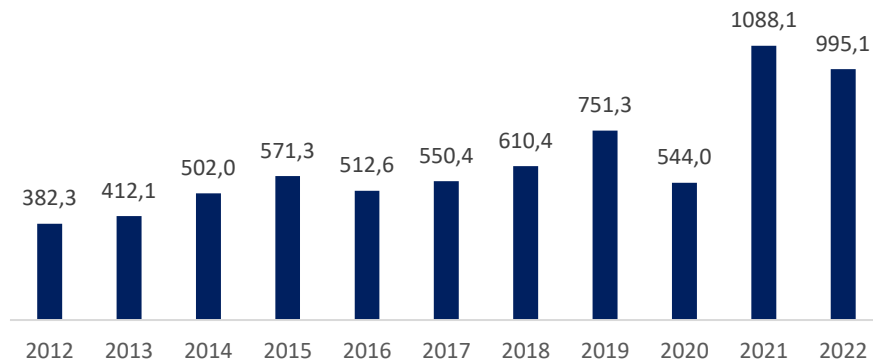
Gráfico 9 - Evolução da liquidez



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

A Lojas Renner apresenta constância nos investimentos realizados, crescendo o seu montante ano a ano, conforme observa-se no gráfico de composição de Despesas de Capital (CAPEX - *Capital Expenditure*). Além disso, ressalta-se maior investimento após a pandemia, nos anos de 2021 e 2022 (Lojas Renner S.A., 2023g).

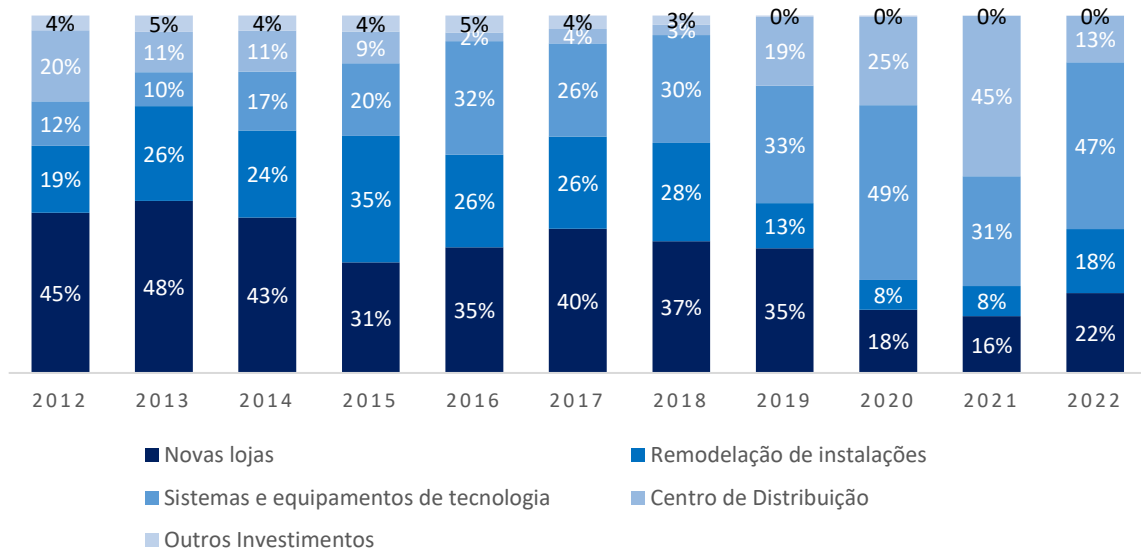
Gráfico 10 - Evolução do CAPEX



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Quando se analisa a composição do CAPEX ao longo dos últimos anos, percebe-se que antes de 2015, mais de 40% do investimento era designado para abertura de novas lojas, sendo que nos últimos 3 anos esse percentual oscilou entre 16% e 22%. Com a queda do investimento em novos estabelecimentos, desde 2020 cresceu o investimento com sistemas e equipamentos de tecnologia, refletindo a execução de sua estratégia tecnológica e do ecossistema. Além disso, percebe-se os investimentos realizados em 2021 com o novo centro de distribuição.

Gráfico 11 - Composição do CAPEX ao longo do tempo



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

5.4 RENTABILIDADE E LUCRATIVIDADE

Como analisado anteriormente, percebe-se que a Lojas Renner vem aumentando sua receita com um CAGR de 13% ao ano, gerenciando o crescimento de custos um pouco abaixo do crescimento da receita. Em termos de percentual, os custos representam em torno de 40,8% da receita e a margem bruta tem média de 59,7% no período entre 2015 e 2022.

No entanto, os dois segmentos e as diferentes marcas apresentam diferentes lucratividades: o varejo tem margem bruta média de 55,0% enquanto serviços financeiros apresenta margem bruta média de 96,5%.

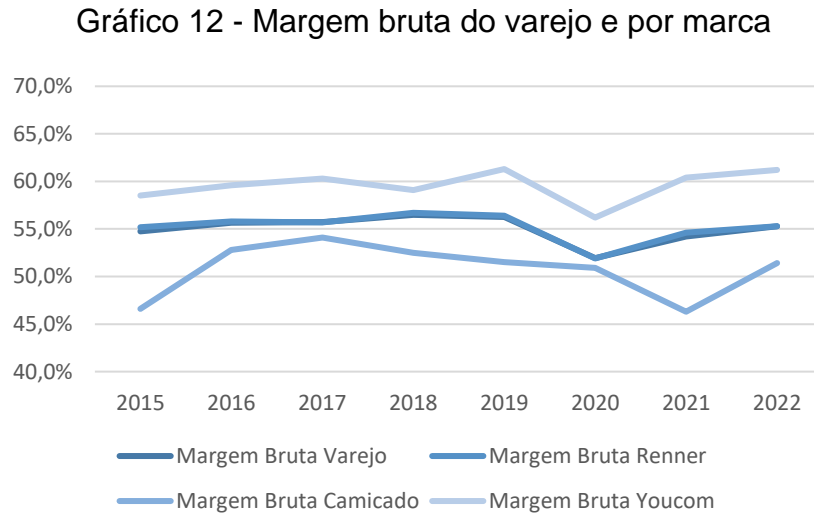
Tabela 12 - Margem Bruta e margem bruta por segmento

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Média
Margem Bruta	59,1%	60,1%	60,4%	61,0%	61,1%	57,2%	58,4%	60,2%	59,7%
Margem Bruta Varejo	54,8%	55,7%	55,7%	56,5%	56,3%	51,9%	54,2%	55,3%	55,0%
Margem Bruta Serviços Financeiros	96,7%	95,6%	96,3%	96,4%	96,3%	96,5%	97,5%	97,1%	96,5%

Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Referente às marcas, a Youcom apresenta a margem bruta mais alta com média de 59,6% entre 2015 e 2022, enquanto a Renner apresenta média de 55,2% e

a Camicado 50,8%. No gráfico 12 abaixo percebe-se a margem de cada marca, a redução de margem durante a pandemia de Covid-19 nos anos de 2020 e 2021 e a sua recuperação no ano de 2022.



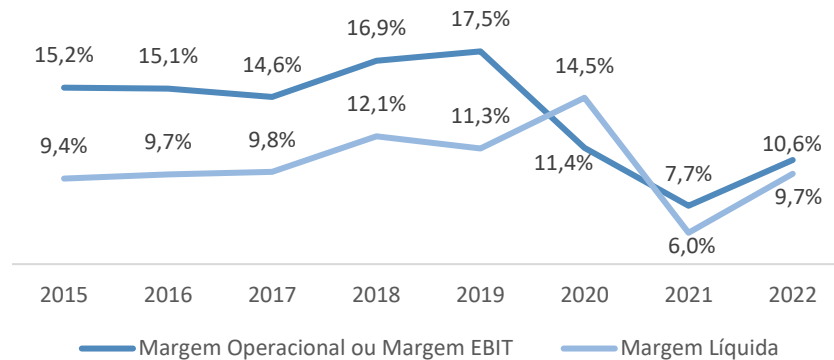
Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Acerca das despesas, percebe-se que a Lojas Renner vem aumentando sua receita com um CAGR de 13% ao ano enquanto as despesas crescem a um CAGR de 14,70% ao ano. Além disso, a média da relação entre despesa e receita é de 45,2% e a margem operacional ou margem EBITDA tem média de 13,6% entre 2015 e 2022.

Com isso, temos abaixo a margem operacional (margem EBITDA) e a margem líquida, que caiu consideravelmente desde 2020. Em nota, a empresa comenta que o EBITDA de 2020 teve resultado inferior dada a queda na margem bruta e sua margem líquida teve aumento devido ao resultado financeiro positivo. Em 2021, a margem operacional foi menor, dado que os custos e despesas cresceram acima do crescimento da receita, tendo isso se refletido também para a margem líquida da companhia (Lojas Renner S.A., 2023c).

Importante ressaltar que com a nova regra contábil CPC-06/IRFS16, explicada detalhadamente no item 6.1.2.1.3. deste trabalho, houve mudança na contabilização dos valores de vendas, gerais e administrativas e depreciação e amortização. Portanto, a análise das margens no gráfico 13 podem apresentar pequena influência dessa regra contábil visto que a Lojas Renner divulga os balanços pré CPC-06 até 2018 e pós CPC-06 a partir de 2019 (Lojas Renner S.A., 2023c).

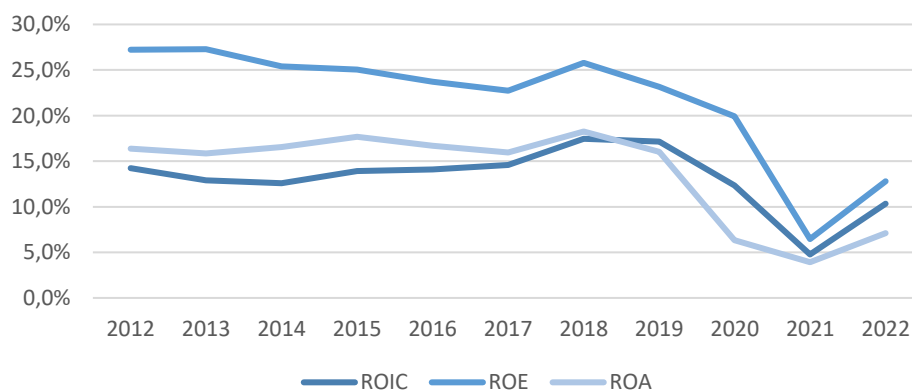
Gráfico 13 - Margem operacional e margem líquida



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Em relação aos indicadores de rentabilidade, eles apresentaram resultado consistente até 2019. No entanto, ROE, ROA e ROIC caíram consideravelmente em 2021 e tiveram uma leve recuperação em 2022. O ROE e o ROIC apresentaram queda devido ao aumento do patrimônio líquido com a emissão de novas ações, sendo que o lucro líquido do período teve retração. O ROA teve queda, dado que o ativo total teve aumento anual de 46%, sendo que o lucro operacional também apresentou diminuição. Com isso, percebe-se que o capital adquirido em 2021 fez o ativo aumentar e, apesar do lucro operacional e líquido terem aumentado em 2022, o investimento ainda não conseguiu se converter na mesma proporção em lucro.

Gráfico 14 - Rentabilidade ao longo do tempo



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Conclui-se que a empresa tem tido maior dificuldade para apresentar retorno ao acionista nos exercícios atuais, devido à redução em seu lucro líquido. Os principais motivos que levaram a isso foram:

- Perda da margem bruta de varejo, provavelmente tanto à dificuldade no repasse de preços aos clientes como devido à força de novos entrantes no mercado, que podem trazer um preço menor, conforme analisado no tópico 4.7.
- Aumento da taxa de juros: Tendo uma operação intensiva em capital (serviços financeiros na Realize) a Renner é fortemente impactada com o aumento do custo de funding, que em parte é indexado ao CDI. Isso faz com que o custo de serviços financeiros tenha aumento, além de um resultado financeiro mais ofensor para o resultado.

6 VALUATION

Neste capítulo será calculado o *valuation* da Lojas Renner com a método do Fluxo de Caixa Descontado e Avaliação por Múltiplos. Para a realização do método de Fluxo de Caixa Descontado serão adotadas premissas qualitativas e quantitativas relacionadas ao mercado e à companhia para o embasamento das projeções dos resultados financeiros da empresa. Essas projeções serão elaboradas para os próximos 10 anos, entre 2023 e 2032. Após este período, será calculado seu valor na perpetuidade e todos os valores projetados serão trazidos a valor presente pela taxa de retorno.

Já no método de avaliação relativa, ou análise por múltiplos, serão selecionados os principais múltiplos usados no mercado e será calculada a mediana das empresas do mesmo subsetor da Lojas Renner.

6.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

De acordo com a revisão bibliográfica apresentada neste trabalho, há duas maneiras de calcular o fluxo de caixa: fluxo de caixa para o acionista e o fluxo de caixa para o investidor. Segundo Serra e Wickert (2021), este segundo fluxo de caixa direciona o foco para o negócio, já que ele envolve o financiamento da companhia pelos credores e pelos acionistas; enquanto isso, o fluxo de caixa do acionista enfatiza a parcela do acionista no empreendimento. Neste trabalho será utilizado o fluxo de caixa para os investidores, também chamado de fluxo de caixa operacional, fluxo de caixa do negócio ou fluxo de caixa da firma. A principal diferença dele, se comparado ao fluxo de caixa do acionista, é que as despesas financeiras são desconsideradas.

Em relação à taxa de desconto, o custo de capital de terceiros e o custo de capital próprio serão ponderados de acordo com a estrutura de capital da companhia. Parâmetros norte-americanos serão utilizados e algumas considerações serão tomadas, além de que a projeção do fluxo de caixa levará em consideração a inflação projetada para o período e as taxas deverão ser, também, nominais.

Com o fluxo de caixa, a taxa de desconto e o estabelecimento de uma taxa de crescimento, será calculada a perpetuidade. Com a taxa de desconto estabelecida e todos os valores do fluxo de caixa projetados, eles trazidos à valor presente.

Para avaliar o impacto das variáveis sensíveis no valor da companhia, será apresentada a análise de sensibilidade. Uma vez que não há um valor de mercado exato para a empresa, essa análise é importante para evidenciar a faixa de valores que o método de Fluxo de Caixa Descontado pode assumir, dependendo das variações nas premissas de entrada do modelo.

Por último, ressalta-se que o método escolhido foi de fluxo de caixa para a firma. Segundo Damodaran (1997), quando há incerteza ou falta de controle sobre a estrutura de capital futura da empresa, há maior subjetividade na tentativa de prever as mudanças na estrutura de capital ano a ano, fundamental para a metodologia de fluxo de caixa para o acionista.

6.1.1 Premissas

As premissas macroeconômicas influenciam o desempenho da companhia, seja a receita, custos ou outros indicadores financeiros. Dessa forma, os indicadores macroeconômicos empregados foram PIB, IPCA e taxa Selic. Para os dois primeiros, entre os anos de 2023 e 2026 foram utilizados os dados da Pesquisa Focus do Banco Central do Brasil (2023) e para os demais anos de projeção, replicou-se o último ano da mesma pesquisa. Já para a projeção da taxa Selic entre 2023 e 2026, foram utilizadas as projeções de longo prazo do Itaú BBA (2023) da taxa Selic média do ano e, novamente, replicação do valor de 2026 até o ano de 2032.

Tabela 13 - Premissas Macroeconômicas

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
PIB Nominal - Bilhões de reais	10.701	11.281	11.897	12.560	13.259	13.998	14.778	15.601	16.470	17.387
Crescimento do PIB	2,92%	1,50%	1,90%	2,00%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
IPCA	4,86%	3,86%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Taxa Selic	13,23%	9,50%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%

Fonte: Elaborado pela autora, com base no Banco Central do Brasil (2023) e projeções Itaú BBA (2023)

Dado que a Lojas Renner tem participação crescente em vendas digitais, utilizou-se a premissa de crescimento de vendas no e-commerce baseada na previsão da Associação Brasileira de Comércio Eletrônico (ABComm, 2022) para os próximos 5 anos, de crescimento aproximado a 10% a.a. Depois desse período estabeleceu-se a premissa de que a penetração de vendas digitais se manteria inalterada, já que teria

alcançado outros países mais avançados, como Espanha, conforme informações na apresentação do *Investor Day* da Lojas Renner (Lojas Renner S.A., 2023b).

6.1.2 Fluxo de Caixa da Firma

No método do fluxo de caixa dos investidores, conforme Serra e Wickert (2021), é projetado as contas da DRE até o resultado operacional, envolvendo, portanto, receita bruta e/ou receita líquida, custos e despesas. Ainda conforme os autores, devido nem todas as contas estarem presentes na DRE, subtrai-se o investimento em CAPEX, o investimento em necessidade de capital de giro, o imposto operacional, sendo este calculado sobre o resultado operacional e não sobre o lucro antes de IR e CS e, por fim, soma-se a depreciação que havia sido subtraída para obtenção do resultado operacional (Serra; Wickert, 2021).

6.1.2.1 *Projeção de Resultado Operacional*

O primeiro passo para o cálculo do fluxo de caixa dos investidores é o resultado operacional ou também chamado de lucro líquido. Para sua obtenção, como foi mencionado anteriormente, é necessário projetar receita, custos e despesas.

6.1.2.1.1 Projeção de Receita

Pelo método do Fluxo de Caixa Descontado, a primeira linha a ser projetada é a receita. Ela desempenha papel crucial nas projeções da companhia visto que diversos outros resultados financeiros dependem dela. Apesar da Lojas Renner S.A. (2023g) divulgar a receita operacional bruta desde 2011 na sua planilha “planilha e fundamentos” e especificar os valores de deduções e cancelamentos e impostos, em suas apresentações de resultados as principais análises são baseadas na receita operacional líquida (ROL). Dada essa preferência da empresa e a pouca variabilidade nas deduções, cancelamentos e impostos, optou-se por começar as projeções com a receita operacional líquida.

A receita da Lojas Renner provém de duas fontes: varejo e serviços financeiros. Ao analisar a participação de cada uma delas na receita líquida total,

percebe-se que houve pouca oscilação e que a receita de varejo nos últimos 10 anos representou, em média, 88,78% da receita total (Lojas Renner S.A., 2023g).

Tabela 14 - Participação de varejo e serviços financeiros na receita líquida

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Receita líquida Varejo	89,6%	89,0%	88,7%	88,7%	88,7%	88,8%	88,4%	88,4%	90,4%	87,2%
Receita líquida Serviços Financeiros	10,4%	11,0%	11,3%	11,3%	11,3%	11,2%	11,6%	11,6%	9,6%	12,8%

Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Com isso, inicia-se a projeção analisando a atuação da companhia no varejo e percebe-se que a empresa realiza as suas vendas por dois meios: físico, que envolve as lojas atuais e lojas novas, e recentemente, as vendas digitais. A empresa divulga a penetração de vendas digitais desde 2019, quando representava 4,26% e cresceu para 13,49% em 2022, e com esse dado é possível saber qual a receita proveniente do meio físico e do meio digital. Além disso, por falta de informações e ser uma porcentagem muito baixa, considerou-se que antes de 2019 a penetração de vendas digitais era zero (Lojas Renner S.A., 2023g).

Tabela 15 - Histórico de receita de vendas físicas e vendas digitais

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Receita Líquida do Varejo (R\$ mil)	3.913.809	4.642.612	5.450.852	5.721.757	6.600.073	7.485.433	8.474.693	6.660.571	9.555.433	11.575.796
Penetração digital	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4,26%	12,43%	13,09%	13,49%
Receita líquida vendas físicas (R\$ mil)	3.913.809	4.642.612	5.450.852	5.721.757	6.600.073	7.485.433	8.113.600	5.832.895	8.304.230	10.014.329
Receita líquida vendas digitais (R\$ mil)	0	0	0	0	0	0	361.093	827.676	1.251.203	1.561.467

Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Analisando a receita líquida das vendas físicas, a empresa disponibiliza a receita de cada uma das marcas: Renner, Camicado e Youcom. Para cada uma delas, a receita é resultado do total de metros quadrados em funcionamento e uma média de receita por metro quadrado.

Em relação às lojas, a companhia vem constantemente abrindo novos estabelecimentos desde 1994, apesar da diminuição da taxa de abertura desde 2020 com a pandemia de Covid-19 e a recente estratégia de absorção, ou seja, fechamento de algumas lojas. Em relação ao futuro, a companhia divulgou no seu evento *Investor Day* (2023b) que pretende fazer expansão de lojas para cidades menores, estratégia essa chamada de interiorização, e continuar fazendo pequenas absorções pontuais. Além disso, foi divulgado neste mesmo evento que há mercado no Brasil para 170

novas lojas e uma das oportunidades futuras é a internacionalização (Lojas Renner S.A., 2023b).

Com as informações divulgadas pela empresa e o histórico de abertura de novas lojas, projetou-se a quantidade de novos estabelecimentos de acordo com a abertura média dos últimos 10 anos para as marcas Renner e Youcom, resultando respectivamente em 25 e 13 lojas.

Em relação à Renner, analisou-se que até agosto de 2023 o número de fechamento de lojas era superior a abertura de novas lojas no ano de 2023 e como a empresa não divulgou aberturas consideráveis para os meses seguintes, projetou-se saldo de abertura zero. Além disso, nos últimos três anos, entre 2020 e 2022, houve uma média de fechamento de 2 lojas por ano. Como a empresa pretende continuar com absorções, utilizou-se a premissa de que fechariam lojas neste mesmo ritmo para os anos entre 2024 e 2026, sendo este último o ano de encerramento do ciclo estratégico atual da companhia focado na estratégia de omnicanalidade. Ainda, para o ano de 2024, projetou-se um valor intermediário de saldo de novas lojas para representar o processo de recuperação da taxa de abertura.

Em relação à Youcom, também foi utilizada a média de fechamento dos últimos três anos, 2 lojas por ano, para diminuir da média de abertura de lojas entre 2024 e 2026. Além disso, projetou-se um valor menor para 2023 dado as aberturas e fechamentos da marca ao longo do ano e a metade do esperado para 2024 como forma de transição.

Já para a Camicado, a redução de abertura nos últimos anos foi mais acentuada comparada com as marcas citadas anteriormente; inclusive, até agosto de 2023 houve 14 fechamentos contra zero novas aberturas (Lojas Renner S.A., 2023g). Dado esse histórico e a análise de rentabilidade da marca que será evidenciado mais adiante, projetou-se zero crescimento de novas lojas para os próximos anos.

Tabela 16 - Projeção do saldo de abertura de novas lojas

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Renner	0	12	23	23	25	25	25	25	25	25
Camicado	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Youcom	3	6	11	11	13	13	13	13	13	13

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Com essa projeção, a empresa será capaz de atingir o potencial de 170 novas lojas entre o sexto e o sétimo ano de projeção, o que aparenta ser um período plausível dado o contexto passado e as projeções futuras.

Com a abertura de novas lojas e a quantidade de lojas atuais de cada uma das marcas, é possível calcular o número de lojas médio para cada ano. Essa média de lojas considera o total de lojas existentes no começo do ano, que é igual ao saldo de lojas do ano anterior, e metade do saldo de abertura do ano devido a premissa de que a abertura é feita de forma constante ao longo dos meses.

Tabela 17 - Projeção de média de lojas

Novas Lojas	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Renner										
Lojas final	422	434	457	480	505	530	555	580	605	630
Nº Lojas ano anterior (começo do ano)	422	422	434	457	480	505	530	555	580	605
Nº Lojas novas	0	12	23	23	25	25	25	25	25	25
Média de Lojas	422	428	445	468	492	517	542	567	592	617
Camicado										
Lojas final	123	123	123	123	123	123	123	123	123	123
Nº Lojas ano anterior (começo do ano)	123	123	123	123	123	123	123	123	123	123
Nº Lojas novas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Média de Lojas	123	123	123	123	123	123	123	123	123	123
Youcom										
Lojas final	117	122	133	144	157	169	182	195	208	221
Nº Lojas ano anterior	114	117	122	133	144	157	169	182	195	208
Nº Lojas novas	3	6	11	11	13	13	13	13	13	13
Média de Lojas	115	120	128	138	150	163	176	189	201	214

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Com a quantidade de lojas e a estimativa da metragem quadrada média de cada loja, é possível saber qual a quantidade total de metros quadrados em funcionamento que a empresa terá em cada ano. Para a metragem quadrada média, analisou-se a quantidade de metros quadrados por loja nos últimos anos e verificou-se que para a marca Renner houve uma redução significativa no tamanho dos novos estabelecimentos. Como a estratégia de abertura de lojas mudou recentemente e passou de cidades maiores para o que a companhia denomina de “interiorização”, estratégia esta que continuará em vigor nos próximos anos de acordo com o divulgado no *Investor Day* (2023), adotou-se a premissa de que as novas lojas terão a mesma metragem média das lojas abertas em 2023, devido ser as mais recentes e que já estão de acordo com a nova estratégia (Lojas Renner S.A., 2023b).

Assim como o cálculo de lojas médias em cada ano, realizou-se o cálculo de metragem média por loja para cada período. Para calcular a metragem foi utilizado a seguinte equação:

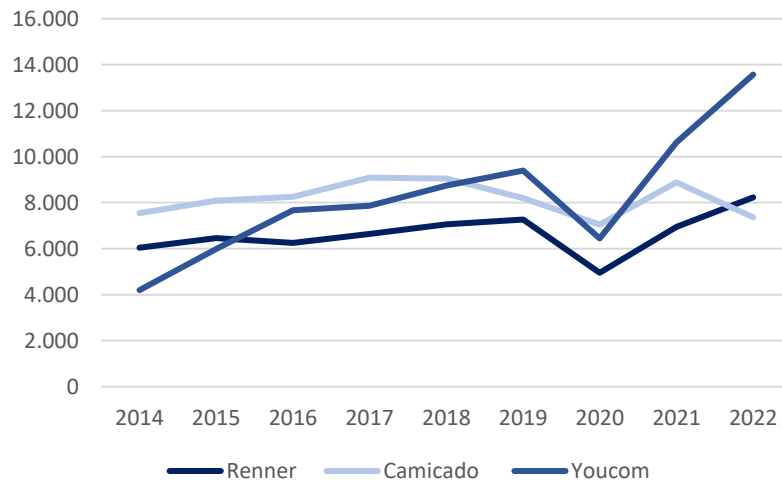
$$\text{Metragem novas lojas} = \text{qnt. novas lojas} \times \text{projeção m}^2/\text{loja} \quad (31)$$

Tabela 18 - Projeção de metragem quadrada

Renner	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Renner										
M ² final	1.095.648	1.132.179	1.186.976	1.223.507	1.266.391	1.306.099	1.345.807	1.385.515	1.425.222	1.464.930
m ² Lojas ano anterior	1.095.648	1.113.913	1.150.445	1.186.976	1.226.684	1.266.391	1.306.099	1.345.807	1.385.515	1.425.222
m ² Total Lojas novas	0	18.266	36.531	36.531	39.708	39.708	39.708	39.708	39.708	39.708
m ² /nova loja	1.588	1.588	1.588	1.588	1.588	1.588	1.588	1.588	1.588	1.588
Média de m ² no ano	1.095.648	1.123.046	1.168.710	1.205.241	1.246.537	1.286.245	1.325.953	1.365.661	1.405.369	1.445.076
Camicado										
M ² final	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890
m ² Lojas ano anterior	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890
m ² Total Lojas novas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
m ² /nova loja	652	652	652	652	652	652	652	652	652	652
Média de m ² no ano	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890	67.890
Youcom										
M ² final	27.870	29.234	31.913	34.591	37.766	40.941	44.115	47.290	50.465	53.640
m ² Lojas ano anterior	27.179	27.870	29.234	31.913	34.591	37.766	40.941	44.115	47.290	50.465
m ² Total Lojas novas	691	1.364	2.679	2.679	3.175	3.175	3.175	3.175	3.175	3.175
m ² /nova loja	248	248	248	248	248	248	248	248	248	248
Média de m ² no ano	27.524	28.552	30.573	33.252	36.179	39.353	42.528	45.703	48.877	52.052

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Gráfico 15 - Receita por metro quadrado de cada marca ao longo do tempo



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Observa-se que a marca Camicado ficou estável no período. Com isso, projetou-se a receita por metro quadrado para os próximos anos como a média dos últimos 10 anos, sem crescimento e, portanto, perdendo valor para a inflação projetada no período.

Já as marcas Renner e Youcom apresentam tendência de alta e foi calculado a correlação entre a receita por metro quadrado de cada uma das marcas com o PIB nominal do período. O resultado é que, retirando os valores *outliers* de 2020 da

amostra, a marca Renner tem correlação de 0,882 com PIB e a marca Youcom apresentou correlação de 0,949. Com isso, projetou-se a receita por metro quadrado da Renner e Youcom com a aplicação de regressão linear com o PIB Nominal.

Tabela 19 - Projeção de receita por metro quadrado de cada marca

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Renner	8.704	9.108	9.462	9.814	10.194	10.595	11.018	11.464	11.936	12.434
Camicado	8.076	8.076	8.076	8.076	8.076	8.076	8.076	8.076	8.076	8.076
Youcom	15.595	17.146	18.508	19.859	21.318	22.857	24.482	26.198	28.009	29.921

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Com as projeções realizadas, é possível calcular a receita de cada uma das marcas de acordo com a equação:

$$\text{Receita líquida da marca} = \text{metragem média} \times \text{receita por m}^2 \quad (32)$$

Tabela 20 - Projeção de receita líquida vendas físicas

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Receita líquida vendas físicas	10.513.913	11.266.219	12.172.589	13.036.911	14.026.335	15.074.904	16.198.327	17.401.997	18.691.675	20.073.514
Renner	9.536.380	10.228.376	11.058.469	11.828.270	12.706.816	13.627.125	14.608.867	15.656.399	16.774.374	17.967.759
Camicado	548.279	548.281	548.281	548.281	548.281	548.281	548.281	548.281	548.281	548.281
Youcom	429.255	489.562	565.839	660.360	771.238	899.498	1.041.179	1.197.317	1.369.019	1.557.474

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Com a receita líquida de vendas físicas e a premissa de crescimento de penetração de vendas digitais apresentado no tópico anterior, é possível calcular a receita líquida de vendas digitais e obter o valor de receita líquida de varejo para a Lojas Renner, conforme tabela 21.

Tabela 21 - Projeção de receita líquida do varejo

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Receita líquida varejo	12.345.777	13.463.741	14.836.290	16.245.240	17.919.140	19.257.670	20.692.805	22.230.451	23.877.970	25.643.222
Penetração de vendas digitais	14,84%	16,32%	17,95%	19,75%	21,72%	21,72%	21,72%	21,72%	21,72%	21,72%
Receita líquida vendas físicas	10.513.913	11.266.219	12.172.589	13.036.911	14.026.335	15.074.904	16.198.327	17.401.997	18.691.675	20.073.514
Receita líquida vendas digitais	1.831.864	2.197.522	2.663.701	3.208.329	3.892.805	4.182.766	4.494.477	4.828.454	5.186.295	5.569.708

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Para projetar a receita proveniente de serviços financeiros foi analisado o histórico de participação destes dentro da receita líquida total da companhia. Foi verificado que a participação se apresenta quase constante ao longo dos últimos dez anos, com uma pequena tendência de aumento. Em relação a projeções futuros, a companhia divulgou no seu evento *Investor Day* (Lojas Renner S.A., 2023b) que

pretende crescer a receita proveniente da Realize e mostra potencial de maior penetração dos cartões, principalmente para os clientes que a empresa denomina de fiéis e ultra fiéis. No entanto, o estudo Panorama dos meios de pagamento no varejo brasileiro (SBVC – Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo, 2023b) revela crescimento na utilização do pix como meio de pagamento, demonstrando, portanto, um cenário de mercado mais competitivo. Com essas forças contrárias, projetou-se a receita de serviços financeiros de maneira alinhada com seu histórico e com a utilização de linha de tendência.

Tabela 22 - Projeção receita líquida

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Receita líquida total	13.943.728	15.223.588	16.794.532	18.410.290	20.330.316	21.873.774	23.530.594	25.307.891	27.214.463	29.259.724
Percentual de serviços financeiros	11,46%	11,56%	11,66%	11,76%	11,86%	11,96%	12,06%	12,16%	12,26%	12,36%
Receita líquida de varejo	12.345.777	13.463.741	14.836.290	16.245.240	17.919.140	19.257.670	20.692.805	22.230.451	23.877.970	25.643.222
Receita líquida de serviços financeiros	1.597.951	1.759.847	1.958.242	2.165.050	2.411.175	2.616.103	2.837.790	3.077.440	3.336.493	3.616.502

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

6.1.2.1.2 Projeção de custos e Margem bruta

Em relação aos custos e margem bruta, a companhia faz diferenciação entre varejo e serviços financeiros. Ainda no varejo, há separação desses valores de acordo com as três principais marcas: Renner, Camicado e Youcom. Com relação à margem da Renner, observa-se que havia crescimento ano a ano até 2019, mas houve queda em 2020 e ainda não conseguiu atingir os patamares pré-pandemia. A Camicado apresenta uma margem relativamente constante no período analisado e atualmente a Youcom se aproxima dos níveis de 2019.

Tabela 23 - Histórico de margem bruta

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Margem Bruta	57,3%	58,5%	59,1%	60,1%	60,4%	61,0%	61,1%	57,2%	58,4%	60,2%
Margem Bruta Varejo	52,7%	53,8%	54,8%	55,7%	55,7%	56,5%	56,3%	51,9%	54,2%	55,3%
Margem Bruta Renner	53,2%	54,3%	55,2%	55,8%	55,7%	56,7%	56,4%	51,9%	54,6%	55,3%
Margem Bruta Camicado	42,9%	45,6%	46,6%	52,8%	54,1%	52,5%	51,5%	50,9%	46,3%	51,4%
Margem Bruta Youcom	54,5%	53,5%	58,5%	59,6%	60,3%	59,1%	61,3%	56,2%	60,4%	61,2%
Margem Bruta Serviços Financeiros	96,3%	96,0%	93,5%	94,7%	97,4%	97,1%	97,9%	97,5%	97,8%	93,5%

Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

De acordo com a administração da empresa, os níveis de estoque, aceitabilidade da coleção e índice de remarcação de preços são fatores importantes para a margem bruta. Com essa informação e com os investimentos estratégicos em

relacionamento com fornecedores, tecnologia e dados é de esperar melhores margens para o futuro (Lojas Renner S.A., 2023c).

No entanto, esse aumento em margem ainda não tem se confirmado. Na conferência de resultados do quarto trimestre de 2021, o diretor administrativo e financeiro, Daniel Martins dos Santos, comenta que a margem de 2019 foi uma base de comparação recorde e que a empresa tende a se aproximar desse patamar ao longo de 2022. Já na conferência de resultados do quarto trimestre de 2022, observa-se que a margem ainda não se iguala a 2019, mesmo sendo um ano com boa eficiência comercial, boa aceitação da coleção e tendo os menores níveis históricos de remarcações. No segundo trimestre de 2023, na apresentação de resultados trimestrais, foi apresentada queda na margem bruta em relação ao ano anterior devido às altas temperaturas do trimestre, ao aumento de remarcações e ao menor volume de vendas. Com isso, nota-se que o potencial de obtenção de melhor margem bruta com os investimentos realizados ainda não se concretizou. Logo, com esse cenário, foi utilizada a premissa de que cada marca terá margem bruta igual à média dos últimos 10 anos (Lojas Renner S.A., 2023c).

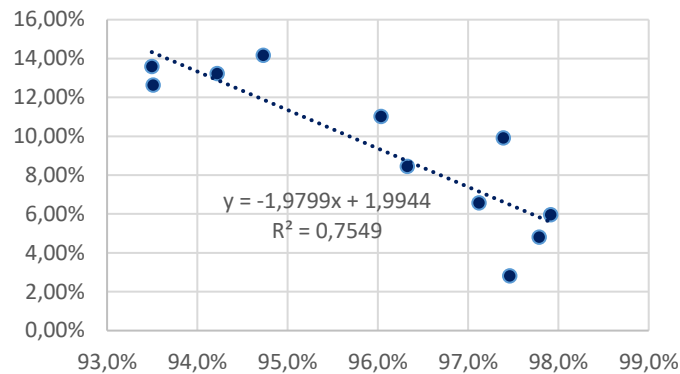
Tabela 24 - Projeção de custos e margem bruta varejo

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Custos Varejo										
Margem Bruta Renner	54,9%	54,9%	54,9%	54,9%	54,9%	54,9%	54,9%	54,9%	54,9%	54,9%
Custos Renner	5.048.650	5.511.020	6.076.802	6.645.236	7.318.927	7.848.581	8.414.018	9.017.347	9.661.248	10.348.582
Lucro Bruto Renner	6.149.275	6.712.443	7.401.567	8.093.922	8.914.480	9.559.601	10.248.305	10.983.163	11.767.436	12.604.611
Margem Bruta Camicado	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%	49,5%
Custos Camicado	325.381	331.152	337.740	345.296	354.008	353.989	353.989	353.989	353.989	353.989
Lucro Bruto Camicado	318.426	324.073	330.520	337.915	346.441	346.422	346.422	346.422	346.422	346.422
Margem Bruta Youcom	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%
Custos Youcom	209.355	243.002	286.451	341.780	409.239	477.271	552.446	635.292	726.397	826.390
Lucro Bruto Youcom	294.689	342.051	403.209	481.091	576.046	671.807	777.625	894.239	1.022.478	1.163.229

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

De acordo com o Formulário de Referência divulgado pela companhia, os custos de serviços financeiros de 2022 são, majoritariamente, custos de *funding* e do volume das operações do Meu Cartão, ou seja, custo da captação do montante no mercado para financiar a operação financeira aos clientes. Sabendo que o custo de capital levantado no mercado é maior conforme o aumento dos juros praticados no mercado, analisou-se a correlação entre taxa Selic e margem de serviços financeiros dos últimos 10 anos, a qual apresentou correlação negativa de 0,869. Com isso, foi realizada a regressão linear conforme o gráfico 16 para estimar a margem bruta de serviços financeiros para o período de projeção (Lojas Renner S.A., 2022a).

Gráfico 16 - Margem bruta e taxa Selic



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g) e Itaú BBA (2023)

No gráfico 16, a variável x é a margem de serviços financeiros e a variável y é a taxa Selic. Portanto, sabendo-se a taxa Selic e objetivando encontrar o valor da margem bruta, utiliza-se a equação 33, conforme foi realizado regressão linear no software Excel.

$$\text{Margem bruta} = \frac{(1,9944 - \text{taxa Selic})}{1,9799} \quad (33)$$

Esta equação é utilizada para projetar a margem de serviços financeiros para o período proposto de 10 anos. Para tal, entre 2023 e 2026 é utilizada a projeção da taxa Selic conforme as projeções do Itaú BBA (2023) e para os anos seguintes replicou-se a projeção do ano de 2026, conforme foi explicado no item 6.1. Premissas.

Com a margem de serviços financeiros projetada, é possível calcular seu custo, conforme é apresentado os resultados na tabela 26. Por fim, do valor da receita líquida total subtrai-se todos os custos e obtêm-se o lucro líquido total, também evidenciado na tabela 25.

Tabela 25 - Custos e margem serviços financeiros

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Custos e Margem Serviços Financeiros										
Margem	94,2%	95,9%	96,2%	96,2%	96,2%	96,2%	96,2%	96,2%	96,2%	96,2%
Custos e Margem Serviços Financeiros	92.384	71.553	74.674	82.560	91.946	99.760	108.214	117.353	127.231	137.909
Lucro Bruto Serviços Financeiros	1.505.568	1.688.294	1.883.568	2.082.490	2.319.230	2.516.343	2.729.576	2.960.087	3.209.262	3.478.593
Lucro Bruto Total	8.267.958	9.066.860	10.018.865	10.995.418	12.156.196	13.094.173	14.101.927	15.183.910	16.345.598	17.592.854

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

6.1.2.1.3 Projeção de despesas, EBITDA e Resultado Operacional

A Lojas Renner divide suas despesas em 5 principais categorias: vendas, gerais e administrativas, depreciação e amortizações, outros resultados operacionais e perdas em crédito, líquidas. Mas, conforme ressaltado no tópico 5.2. deste trabalho, a adoção da empresa à regra IFRS16/CPC06 tem impacto significativo.

Em relação a essa norma contábil, optou-se por avaliar a despesa de aluguel pelo demonstrativo de Fluxo de Caixa, onde consta contraprestação de arrendamento a pagar e descontos – arrendamentos a pagar. Por simplificação, analisou-se as despesas com vendas, gerais e administrativas juntamente ao impacto da adoção da nova regra para evitar ter de realizar a distinção do aluguel dentre elas.

Na tabela 26 é possível visualizar os valores de despesa de vendas, gerais e administrativas pré CPC-06 e a porcentagem que eles representam da receita líquida de varejo, ano a ano (Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2017; Lojas Renner S.A., 2023c).

Tabela 26 - SG&A pré CPC-06

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Vendas, gerais e administrativas	1.223.488	1.360.310	1.569.753	1.859.117	2.068.611	2.450.786	2.762.839	2.736.756	2.608.911	3.529.771	4.125.271
Descontos sobre arrendamentos a pagar								71.397	128.927	117.622	25.905
Contraprestação de arrendamentos								350.103	334.911	471.918	686.384
Vendas, gerais e administrativas (Ex-IFRS9)	1.223.488	1.360.310	1.569.753	1.859.117	2.068.611	2.450.786	2.762.839	3.158.256	3.072.749	4.119.311	4.837.560
% da Receita líquida de varejo	35,3%	34,8%	33,8%	34,1%	36,2%	37,1%	36,9%	37,3%	46,1%	43,1%	41,8%

Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Ao analisar o histórico, percebe-se que essa categoria de despesa relacionada com a receita líquida de varejo era relativamente constante até 2019, antes da pandemia de Covid-19, mas com crescimento acentuado em 2020. De acordo com as explicações da empresa, tanto em relatórios quanto apresentações, esse aumento se deu por fatores macroeconômicos como alta inflação, mas principalmente pela aceleração dos investimentos digitais e do ecossistema omnicanal. Em 2022 essa relação ainda ficou acima do ano de 2019, mas já apresentando redução devido ao ganho de escala e menor pressão dos investimentos estratégicos sobre as despesas (Lojas Renner S.A., 2023c).

Com isso, foi utilizado a premissa de que a Lojas Renner irá diminuir linearmente a relação de despesas SG&A sobre receita líquida de varejo ao longo dos anos até 2026, quando alcançará a média histórica entre 2012 e 2019 de 35,7%.

Projeta-se essa redução até 2026 visto que será o momento de encerramento do ciclo estratégico de sete anos da companhia, este dedicado a omnicidade. Além disso, após 2026, tem-se a premissa de que essa relação se manterá de acordo com a média histórica calculada.

Tabela 27 - Projeção de SG&A

2012	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Vendas, Gerais e Administrativos	4.975.348	5.223.931	5.519.100	5.799.551	6.397.133	6.874.988	7.387.331	7.936.271	8.524.435	9.154.630
% de Receita Líquida de Varejo	40,3%	38,8%	37,2%	35,7%	35,7%	35,7%	35,7%	35,7%	35,7%	35,7%

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Em relação a perdas em crédito, líquidas, percebeu-se que a relação entre ela e a receita líquida de serviços financeiros manteve-se relativamente constante entre 2012 e 2022, com exceção de anos atípicos de 2015, 2020 e 2022, devido ao cenário macroeconômico. Com isso, para a sua projeção futura foi utilizada a premissa de que esses custos manteriam a relação média com a receita de serviços financeiros, excluindo-se dessa média os anos atípicos.

Notou-se também que no primeiro semestre de 2023 essa relação de despesas de perdas sobre receita líquida de serviços financeiros cresceu consideravelmente. Com isso, para a projeção do ano de 2023 foi utilizada a porcentagem do primeiro semestre, com a premissa de que o segundo semestre apresentaria os mesmos valores, e para o ano de 2024 foi projetado um percentual intermediário entre o ano de 2023 e a média histórica calculada.

Tabela 28 - Projeção de Perdas em crédito, líquidas

2012	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Perdas em Crédito, Líquidas	1.168.372	928.488	634.515	701.526	781.276	847.677	919.509	997.161	1.081.100	1.171.829
% sobre receita líquida de serviço	73,12%	52,76%	32,40%	32,40%	32,40%	32,40%	32,40%	32,40%	32,40%	32,40%

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Para a projeção da categoria outros resultados operacionais, verificou-se que a relação entre essa despesa e a receita líquida de varejo é constante ao longo dos últimos 10 anos, com pequenas variações. Para a sua projeção foi considerado que ela seguiria conforme a média histórica, porém esta média desconsidera o valor do ano de 2020 dado que teve um resultado atípico com recuperação de créditos fiscais (Lojas Renner S.A., 2023c).

Tabela 29 – Projeção de Outros Resultados Operacionais

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Outros Resultados Operacionais	634.766	692.246	762.817	835.259	921.323	990.145	1.063.933	1.142.992	1.227.700	1.318.462
% da Receita Líquida de Varejo	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Em relação à despesa de depreciação e amortizações, esta não será analisada a fundo dada a sua complexidade e pouco ganho no resultado do *valuation*, visto que será utilizado o fluxo de caixa livre da firma e este considera o EBITDA. De acordo o item 2.4.3.1.2 Fluxo de caixa livre da firma, Serra e Wickert (2021) consideram a depreciação e amortizações no cálculo do fluxo de caixa, mas para alcançar este resultado é necessário projetar o resultado operacional em que depreciação e amortizações é subtraída juntamente com as outras despesas e, em sequência, é somada à depreciação e amortização novamente no fluxo de caixa. Com isso, percebe-se que este valor é inicialmente subtraído e posteriormente somado, resultando em influência nula no fluxo de caixa livre da firma.

Com a subtração da soma das despesas de SG&A, perdas em crédito e outros resultados operacionais do lucro bruto, chega-se à projeção do EBITDA da Lojas Renner, conforme é mostrado na tabela 30.

Tabela 30 - Projeção EBITDA

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Lucro Bruto Total	8.267.958	9.066.860	10.018.865	10.995.418	12.156.196	13.094.173	14.101.927	15.183.910	16.345.598	17.592.854
Vendas, Gerais e Administrativos	4.975.348	5.223.931	5.519.100	5.799.551	6.397.133	6.874.988	7.387.331	7.936.271	8.524.435	9.154.630
% de Receita Líquida de Varejo	40,3%	38,8%	37,2%	35,7%	35,7%	35,7%	35,7%	35,7%	35,7%	35,7%
Outros Resultados Operacionais	634.766	692.246	762.817	835.259	921.323	990.145	1.063.933	1.142.992	1.227.700	1.318.462
% da Receita Líquida de Varejo	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%	5,14%
Perdas em Crédito, Líquidas	1.168.372	928.488	634.515	701.526	781.276	847.677	919.509	997.161	1.081.100	1.171.829
% sobre receita líquida de serviço	73,12%	52,76%	32,40%	32,40%	32,40%	32,40%	32,40%	32,40%	32,40%	32,40%
EBITDA	1.489.472	2.222.195	3.102.433	3.659.082	4.056.464	4.381.363	4.731.154	5.107.486	5.512.362	5.947.933

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

No entanto, é importante obter a projeção do resultado operacional, ou lucro operacional, para cálculo posterior do imposto de renda no fluxo de caixa da firma. O resultado operacional é o cálculo dos custos e despesas subtraídos da receita líquida e, para tal, o valor de depreciação e amortizações é necessário.

Por simplificação, analisou-se a depreciação e amortizações da companhia entre os anos de 2013 e 2018, comparando-as com a receita líquida de varejo. Optou-

se por esse período devido a ele ser anterior à norma contábil CPC-06, o que torna desnecessária a realização de ajustes nos valores de depreciação e amortizações divulgados pela companhia entre os anos de 2019 e 2022. Isso ocorre porque a empresa divulga os balanços após a implementação do CPC-06, enquanto este trabalho considera a contabilidade pré CPC-06. Além disso, não foi utilizado a receita líquida de serviços financeiros visto que a depreciação e amortizações está relacionada aos ativos do varejo. Assim, conforme a tabela 31, a análise demonstra que a relação entre depreciação e amortizações se mantém relativamente estável ao longo dos anos comparada com a receita líquida de varejo.

Tabela 31 – Depreciação e amortizações em relação à receita líquida de varejo

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Depreciação e amortizações	167.437	212.730	264.780	311.261	329.052	314.574
% sobre Receita Líquida de Varejo	4,28%	4,58%	4,86%	5,44%	4,99%	4,20%

Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Com isso, foi utilizado a premissa de que a depreciação e amortizações vai se manter nos patamares desse período de análise e para a projeção foi adotado a média de 4,72% para os anos entre 2023 e 2032. Na tabela 32 observa-se os valores de depreciação e amortizações e o resultado operacional.

Tabela 32 - Projeção depreciação e amortizações e resultado operacional

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Depreciação e amortizações	583.252	636.069	700.912	767.475	846.555	909.792	977.592	1.050.235	1.128.069	1.211.465
% sobre Receita Líquida de Varejo	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%	4,72%
Resultado Operacional	906.220	1.586.126	2.401.521	2.891.607	3.209.908	3.471.571	3.753.563	4.057.251	4.384.294	4.736.469

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

6.1.2.2 *Projeção de Imposto Operacional*

De acordo com as demonstrações financeiras da Lojas Renner S.A. (2023c), a alíquota fiscal combinada é de 34%. Essa alíquota está de acordo com a alíquota da Receita Federal (2023b) para empresas que aderem ao regime de lucro real: 15% de Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ), sendo que as empresas que possuem base de cálculo superior a R\$20.000,00 mensais têm 10% acrescido sobre o valor que

exceder essa quantia mensal. Além do IRPJ, também é aplicado 9% de Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) (Receita Federal, 2023a).

No entanto, nos últimos anos percebe-se que a companhia tem pagado menos IRPJ e CSLL. Em 2020, a empresa divulgou em suas demonstrações financeiras que houve outras exclusões (adições) consideráveis devido à decisão judicial, o que se infere que é um valor não recorrente (Lojas Renner S.A., 2023c). Para melhor compreensão, também foi analisado o impacto de juros sob capital próprio (JSCP) e subvenção para investimento: para cada um deles, entre os anos de 2017 e 2022, calculou-se o percentual que representa no resultado antes de IR e CS. Sabe-se que até 2018 a contabilidade era pré CPC-06 e a partir de 2019 a contabilidade é pós CPC-06, porém assume-se que o impacto dessa mudança contábil no resultado de IR e CS será pequeno e pouco significativo para a análise em questão.

Tabela 33 - Análise de alíquota de IR e CS

	2012	2017	2018	2019	2020	2021	2022
[Divulgado] Antes de IR e CS		1.004.137	1.370.193	1.511.854	1.200.761	639.853	1.384.285
JSCP		66.956	76.729	85.665	81.878	131.878	220.431
% JSCP/ Resultado antes de IR E CS		6,2%	5,4%	5,7%	6,8%	20,6%	15,9%
Subvenção		8.784	47.810	34.504	22.977	95.654	123.011
% Subvenção/ Resultado antes de IR E CS		0,8%	3,4%	2,3%	1,9%	14,9%	8,9%

Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Com a análise acima, percebe-se que em 2021 e 2022 a companhia apresentou valores mais altos de JSCP e subvenções de investimentos, comparado com os anos anteriores. Esses dois valores foram os principais responsáveis pela menor alíquota de imposto de renda e contribuição social paga pelas Lojas Renner.

Para a projeção futura, mesmo sabendo que JSCP tem relevante impacto na alíquota de imposto de renda da companhia, foi assumido o cenário mais conservador e utilizou-se a premissa de que o governo brasileiro irá aprovar futuramente a vedação da dedução dos JSCP da base de cálculo de IRPJ e CSLL. Atualmente está em tramitação o Projeto de Lei 4258/23 (Júnior, 2023), mas de acordo com Haubert (2023), este perdeu o caráter de urgência neste ano. Portanto, para a projeção do fluxo de caixa da firma foi adotada a premissa que para o ano de 2023 e 2024 a empresa terá JSCP de acordo com a média dos últimos 2 anos e a partir de 2025 não o terá mais.

Já para a subvenção de investimentos, que é um benefício e incentivo fiscal de acordo com a Lei Complementar nº 160/2017 (Brasil, 2017), assumiu-se a premissa de que a companhia continuará usufruindo dele na mesma proporção da média de 2021 e 2022 sobre o resultado antes de IR e CS.

Com as análises e premissas acima, a alíquota de IRPJ e CSLL, que inicialmente era de 34% e que apresenta uma diminuição de 11,9% devido aos benefícios e incentivos fiscais, passa a representar 22,1%. Na tabela 33, observa-se essa redução, assim como alíquota efetiva e o IRPJ e CSLL para os próximos 10 anos.

Tabela 34 - Projeção de IRPJ e CSLL

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Resultado Operacional	906.220	1.586.126	2.401.521	2.891.607	3.209.908	3.471.571	3.753.563	4.057.251	4.384.294	4.736.469
Alíquota de IRPJ e CSLL	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
Desconto na alíquota - subvenção de invest.	30,2%	30,2%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Alíquota efetiva de IR	3,8%	3,8%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%
IRPJ e CSLL	34.572	60.510	530.309	638.530	708.818	766.599	828.869	895.930	968.148	1.045.916

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

6.1.2.3 Projeção de CAPEX

Conforme analisado no Capítulo 4 – Indicadores Financeiros deste presente trabalho, a Lojas Renner divulga 5 categorias de CAPEX ou ativo operacional fixo: novas lojas, remodelação de instalações, sistemas e equipamentos de tecnologia, centro de distribuição e outros investimentos. Para a projeção desses investimentos foi analisado o histórico de cada uma dessas categorias em relação à receita líquida total da companhia, conforme observa-se na tabela 35.

Tabela 35 - Histórico de Investimentos

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Novas lojas	198.644	218.389	177.004	180.038	222.375	225.124	262.396	96.254	173.151	222.299
% sobre Receita Líquida	4,55%	4,19%	2,88%	2,79%	2,99%	2,67%	2,74%	1,28%	1,64%	1,68%
Remodelação de instalações	109.060	122.221	202.128	132.914	141.971	167.909	94.656	45.546	91.200	178.755
% sobre Receita Líquida	2,50%	2,34%	3,29%	2,06%	1,91%	1,99%	0,99%	0,60%	0,86%	1,35%
Sistemas e equipamentos de tecnologia	39.404	83.023	116.323	162.975	143.501	184.021	246.991	265.672	334.725	464.572
% sobre Receita Líquida	0,90%	1,59%	1,89%	2,53%	1,93%	2,18%	2,58%	3,52%	3,17%	3,50%
Centro de distribuição	46.304	57.673	50.395	12.328	22.247	17.465	145.034	134.933	488.512	128.915
% sobre Receita Líquida	1,06%	1,11%	0,82%	0,19%	0,30%	0,21%	1,51%	1,79%	4,62%	0,97%
Outros investimentos	18.731	20.743	25.500	24.301	20.306	15.843	2.254	1.571	484	523
% sobre Receita Líquida	0,429%	0,398%	0,415%	0,377%	0,273%	0,188%	0,024%	0,021%	0,005%	0,004%

Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Em relação às novas lojas, percebe-se que o percentual de investimento sobre a receita líquida diminuiu nos últimos três anos, ao passo que a categoria de sistemas e equipamentos de tecnologia aumentou consideravelmente. Esse fator é explicado pelo redirecionamento de investimentos para a estratégia do ecossistema e omnicanalidade da companhia.

Para a projeção de investimentos, utiliza-se a premissa de que essa estratégia irá continuar: na receita foi projetado que a Lojas Renner manterá a média de abertura de lojas dos últimos 10 anos para as marcas Renner e Youcom, porém com tamanho de lojas menores, o que significa diminuição no total de novos metros quadrados. Para manter a coerência, o investimento para essa categoria também deve se manter abaixo dos últimos 10 anos, considerando que o custo de abertura de loja aumente ao longo do tempo de maneira proporcional à inflação do país.

Assim, ao calcular o CAPEX para novas lojas, utiliza-se a premissa de que a empresa manterá o percentual médio de 2021 e 2022 a partir de 2025, uma vez que esses valores já estão alinhados com a presente estratégia. Dado o cenário desafiador e a desaceleração na expansão de lojas, para o ano de 2023 projetou-se um investimento que é o dobro do valor do primeiro semestre, assumindo que o segundo semestre de 2023 seguirá o mesmo padrão. Para o ano de 2024, adotou-se a premissa de que haverá uma recuperação e utilizou-se a média do percentual de investimento em relação à receita dos anos de 2023 e 2025.

Em relação à remodelação de instalações, utilizou-se raciocínio semelhante ao de novas lojas: média do percentual de 2021 e 2022 a partir de 2025 devido ao valor apresentar-se alinhado com a estratégia vigente, para o ano de 2023 projeta-se o dobro do valor do primeiro semestre e para o ano de 2024, assume-se um percentual intermediário entre 2023 e 2025.

Para a categoria de sistemas e equipamentos de tecnologia, assume-se a premissa de que continuará sendo o foco dos investimentos da companhia: projetou-se os próximos dez anos com a média do percentual de investimento sobre receita líquida dos últimos três anos. Mesmo o ciclo estratégico focado no ecossistema e na omnicanalidade se encerrando antes de 2032, utiliza-se a premissa de que a nova estratégia continuará focada em tecnologia.

No *Investor Day* (Lojas Renner S.A., 2023b), foi mencionado que o centro de distribuição em Cabreúva tem capacidade para absorver o crescimento da empresa por, pelo menos, uma década. Com base nessa informação, não serão previstos

grandes investimentos destinados à categoria centro de distribuição. Em vez disso, adotou-se a premissa de que os investimentos para os próximos dez anos serão iguais ao percentual médio correspondente ao período entre 2013 e 2022, com exceção do ano de 2021, considerado um ano atípico, no qual 45% dos investimentos da companhia foram alocados para o novo centro de distribuição.

Em relação a outros investimentos, estes correspondem a uma parcela pequena do CAPEX da empresa e para sua projeção foi utilizado a média do percentual sobre receita dos últimos 10 anos.

Conforme a tabela 36, observa-se os valores de CAPEX para todas as categorias mencionadas e o seu total. Vale ressaltar que devido esses valores serem investimentos realizados pela companhia, eles configuram saída de caixa da empresa. Portanto, para a sua contabilização no fluxo de caixa da firma, esses valores devem apresentar sinal negativo.

Tabela 36 - Projeção de CAPEX

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
TOTAL CAPEX	899.090	1.027.620	1.184.414	1.298.363	1.433.771	1.542.621	1.659.466	1.784.808	1.919.267	2.063.506
Novas lojas	132.983	198.682	278.197	304.962	336.767	362.334	389.778	419.219	450.801	484.680
% sobre Receita Líquida	0,95%	1,31%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%	1,66%
Remodelação de instalações	167.770	175.681	185.549	203.400	224.613	241.666	259.970	279.606	300.670	323.267
% sobre Receita Líquida	1,20%	1,15%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%	1,10%
Sistemas e equipamentos de tecnologia	473.702	517.182	570.550	625.442	690.669	743.104	799.391	859.770	924.540	994.023
% sobre Receita Líquida	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%	3,40%
Centro de distribuição	123.270	134.585	148.473	162.757	179.731	193.376	208.024	223.736	240.591	258.672
% sobre Receita Líquida	0,88%	0,88%	0,88%	0,88%	0,88%	0,88%	0,88%	0,88%	0,88%	0,88%
Outros investimentos	1.365	1.490	1.644	1.802	1.990	2.141	2.303	2.477	2.664	2.864
% sobre Receita Líquida	0,010%	0,010%	0,010%	0,010%	0,010%	0,010%	0,010%	0,010%	0,010%	0,010%

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

6.1.2.4 Projeção de necessidade de capital de giro

A variação do capital de giro impacta diretamente no fluxo de caixa da empresa. Um exemplo disso é uma receita de venda realizada no meio de um exercício e ainda não quitada pelo cliente, que impactará em um aumento no contas a receber e na consequente redução do fluxo de caixa gerado. Segundo Mellen e Evans (2018) o fluxo de caixa para a firma deve levar em conta as variações de capital de giro, que são definidas pelo mesmo autor como quantia necessária para suportar as operações da empresa, devendo haver uma interpretação por parte do avaliador.

Com isso exclui-se os ativos e passivos financeiros, que dependem mais da estratégia de gestão de caixa e risco da empresa, como empréstimos e financiamentos.

Existem diversas linhas operacionais do balanço patrimonial que requerem um estudo cuidadoso para a projeção, tais como os impostos a compensar e arrendamentos de propriedades a pagar. A primeira, parte do passivo, pode sofrer impacto de benefícios fiscais ou ações judiciais ganhas pela empresa; A linha de arrendamentos é, no caso da Renner, principalmente oriunda da adoção do CPC 06, devendo haver a projeção da amortização do contrato futuro da empresa para a projeção da linha.

Com o objetivo de simplificar a interpretação do capital de giro e focar nos itens que tem maior impacto no capital da empresa, Gitman (2010) utiliza como aproximação para a variação do capital de giro a variação dos itens que impactam no ciclo de conversão de caixa, quais sejam: Estoques, Contas a Receber de Clientes e Contas a pagar a Fornecedores. Estratégia que será replicada no presente trabalho.

6.1.2.4.1 Estoques

Em relação ao prazo médio de estoques, este foi calculado com o custo de varejo e o valor de estoque. Não foi utilizado o custo dos serviços financeiros neste desenvolvimento visto que não apresenta relação com o estoque de produtos, sendo o custo de mercadoria vendida representado apenas pelo custo de varejo.

Com o gráfico 17 percebe-se que o prazo médio do estoque era relativamente estável até 2019, com leve tendência de aumento. Devido à pandemia de Covid-19 e às restrições sanitárias, o custo de varejo caiu com a queda abrupta nas vendas enquanto o estoque elevou-se no ano de 2020. Com isso, o prazo médio de estoque aumentou no ano de 2020 e, apesar da tendência de queda nos anos seguintes, ainda se encontra em patamar mais elevado em relação aos valores pré-pandemia.

Gráfico 17 - Prazo médio de estoque

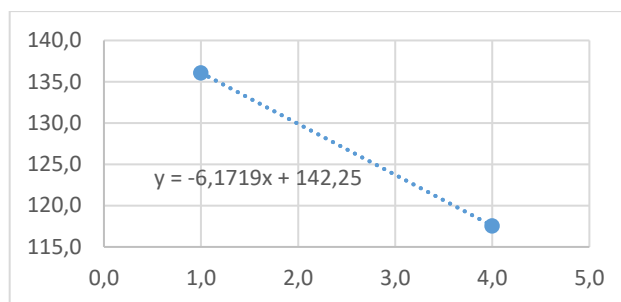


Fonte: Elaborado pela autora com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Para a projeção de estoques foi utilizada a premissa de que a Lojas Renner será capaz de voltar ao prazo médio de estoque do período pré-pandemia no ano de 2026. Isso significa alcançar a média do prazo médio de 2018 e 2019, sendo esta de 117,56 dias. Esse embasamento é justificado pelo ciclo estratégico da companhia, que foca em investimentos relacionados ao relacionamento com fornecedores, *analytics*, tecnologia, centro de distribuição e toda a sua estratégia de omnicanalidade que tende a melhorar a gestão de estoques para o futuro (Lojas Renner S.A., 2023b).

Para a projeção do ano de 2023 foi calculado o prazo médio de estoques com os valores do primeiro semestre de 2023 e o segundo semestre de 2022 divulgados na planilha da Lojas Renner. O valor de custos de mercadorias vendidas foi obtido ao somar o valor do primeiro semestre de 2023 e ao valor de custos do terceiro e quarto trimestre de 2022, já o valor de estoques foi utilizado o valor divulgado no segundo trimestre de 2023. Além disso, para alcançar a média dos anos de 2018 e 2019, foi utilizado interpolação entre os anos de 2023 e 2026, para que a redução do prazo de estoque fosse linear. No gráfico 18 é apresentado a interpolação com a equação a ser utilizada para os anos de 2024 e 2025.

Gráfico 18 - Interpolação para prazo médio de estoque



Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Para alcançar o objetivo de projetar o valor de estoques ano a ano, foi utilizado o mesmo indicador de prazo médio estoques. Porém, agora sabe-se o prazo médio e calcula-se o valor de estoques. Com as premissas e interpolação acima, é apresentado na tabela 37 o giro de estoques, prazo médio de estoques e, principalmente, o valor de estoques projetados.

Tabela 37 - Projeção de estoque

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Estoques	2.081.584	2.165.522	2.271.233	2.361.657	2.603.179	2.795.681	3.002.015	3.223.025	3.459.762	3.713.351
Giro de estoques	2,7	2,8	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Prazo médio de estoque	136,08	129,89	123,71	117,56	117,56	117,56	117,56	117,56	117,56	117,56

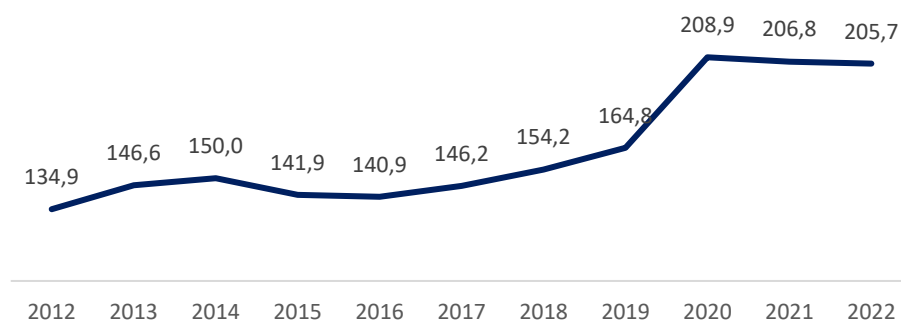
Fonte: Elaborado pela autora (2023)

6.1.2.4.2 Contas a receber

Em relação ao prazo médio de recebimento, este foi calculado com a receita operacional líquida do varejo e contas a receber. Foi escolhido utilizar a receita líquida ao invés da receita bruta visto que este trabalho começa as suas projeções diretamente com a receita líquida. Além disso, não foram consideradas as receitas de serviços financeiros, visto que este segmento não segue o mesmo raciocínio do prazo médio de recebimento do varejo.

Com o gráfico 19 observa-se que houve aumento no prazo médio de recebimento em 2020 e apesar da leve queda nos anos de 2021 e 2022, esses valores ainda são mais elevados do que a média entre 2013 e 2019.

Gráfico 19 - Prazo médio de recebimento



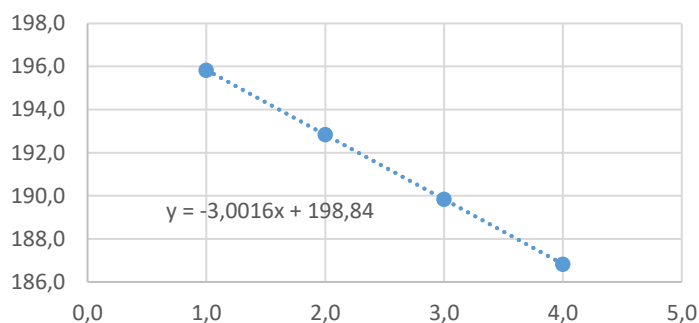
Fonte: Elaborado pela autora com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023c)

Em relação ao recebimento, a companhia divulga em suas *releases* de resultado que as contas a receber estão relacionadas ao aumento ou à diminuição da receita, sem apontar mudanças estruturais em sua política de parcelamento das compras dos clientes (Lojas Renner S.A., 2023c). Com esse fato e com a projeção de maior controle da inflação e menores taxas de juros para o período, acredita-se que será possível a companhia reduzir seu prazo médio de recebimento para um patamar intermediário entre 2019 e 2020 ao fim do seu ciclo estratégico, para o ano de 2026 em diante.

Assim como o prazo médio de estoque, projetou-se o prazo médio de recebimento para 2023 com os valores do primeiro semestre de 2023 e o segundo semestre de 2022 divulgados na planilha da Lojas Renner. O valor das receitas líquidas de varejo foi obtido ao somar as receitas líquidas do primeiro semestre de 2022 e o terceiro e quarto trimestre de 2022; já no valor de contas a receber foi utilizado o valor apresentado no seu balanço patrimonial do segundo trimestre de 2023 (Lojas Renner S.A., 2023g).

Além disso, para alcançar a média dos anos de 2019 e 2020, foi utilizada interpolação entre os anos de 2023 e 2026, para que a redução do prazo de recebimento fosse linear. No gráfico 20 é apresentado a interpolação com a equação a ser utilizada para os anos de 2024 e 2025.

Gráfico 20 - Interpolação para prazo médio de recebimento



Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Para alcançar o objetivo de projetar o valor de contas a receber ano a ano, foi utilizado o mesmo indicador de prazo médio de recebimento. Porém, agora sabe-se o prazo médio e calcula-se o valor de contas a receber. Com as premissas e a interpolação acima, é apresentado na tabela 38 os valores de giro de contas a receber, prazo médio de recebimento e, principalmente, o valor de contas a receber.

Tabela 38 - Projeção prazo médio de recebimento

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Contas a receber	6.623.957	7.113.164	7.716.301	8.315.375	8.851.564	9.512.761	10.221.679	10.981.234	11.795.063	12.667.049
Giro de contas a receber	1,86	1,89	1,92	1,95	2,02	2,02	2,02	2,02	2,02	2,02
Prazo médio de recebimento	195,84	192,84	189,84	186,83	180,30	180,30	180,30	180,30	180,30	180,30

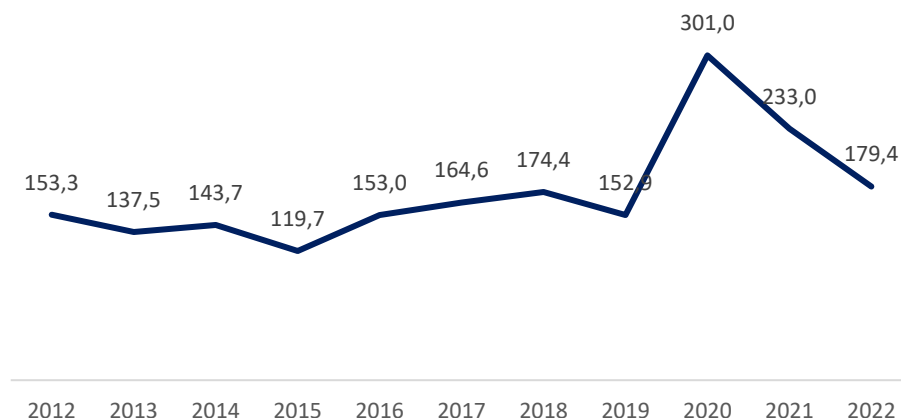
Fonte: Elaborado pela autora (2023)

6.1.2.4.3 Contas a pagar – fornecedores

No que diz respeito ao prazo médio de pagamento, conforme equação 12 deste trabalho, calculou-se as compras médias com o somatório entre os valores do custo de varejo e os valores do estoque, enquanto para a conta de fornecedores somou-se os valores presentes no passivo circulante e passivo não circulante do balanço patrimonial da companhia.

Assim como o estoque e o recebimento, houve aumento no prazo de médio de pagamento aos fornecedores no ano de 2020. No entanto, conforme o gráfico 21, nota-se que essa redução foi significativa nos anos de 2021 e 2022.

Gráfico 21 - Prazo médio de pagamento



Fonte: Elaborado pela autora com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Com a evidente tendência de queda no prazo médio de pagamento, adotou-se a premissa de que a companhia voltará à sua média histórica entre os anos de 2012 e 2019 a partir do ano de 2024, antes da interferência da pandemia e do cenário econômico subsequente.

Ainda, para o ano de 2023, projetou-se o prazo médio de pagamento com os valores do primeiro semestre de 2023 e o segundo semestre de 2022 divulgados nos balanços financeiros da companhia. O valor de custo de varejo foi realizado o somatório entre o primeiro semestre de 2023 e o terceiro e quarto trimestre de 2022; a variação de estoque foi utilizado o estoque do segundo trimestre de 2023 e de 2022; e, o valor de fornecedores foi adotado o valor do segundo trimestre de 2023 (Lojas Renner S.A., 2023g).

Com a finalidade de projetar o valor de fornecedores, foi utilizado o mesmo indicador de prazo médio de pagamento. Porém, agora sabe-se o prazo médio e calcula-se o valor de fornecedores. Com as premissas e os cálculos descritos acima, é apresentado na tabela 39 os valores de giro de contas a pagar, prazo médio de pagamento e, principalmente, o valor de fornecedores.

Tabela 39 - Projeção de contas a pagar (fornecedores)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Fornecedores	914.040	1.089.945	1.231.791	1.382.199	1.523.554	1.636.218	1.756.979	1.886.328	2.024.883	2.173.300
Giro de contas a pagar - fornece	3,8	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Prazo médio de pagamento	95,27	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50	101,50

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Com os valores de estoque, contas a receber e fornecedores, calcula-se o valor da necessidade de capital de giro para a Lojas Renner: soma-se o estoque e contas a receber e subtrai-se o valor de contas a pagar para fornecedores (Gitman, 2010). No entanto, para o cálculo do fluxo de caixa livre da firma é necessário saber se a empresa precisa realizar investimentos na sua necessidade de capital de giro, ou seja, analisa-se a variação da necessidade de capital de giro de um período para o outro. Vale lembrar que valores positivos para essa variação indicam a necessidade de investimento, logo esse valor deve ser subtraído do fluxo de caixa.

Tabela 40 - Projeção Variação da necessidade de capital de giro

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Necessidade de capital de giro	7.791.500	8.188.741	8.755.743	9.294.834	9.931.190	10.672.224	11.466.715	12.317.930	13.229.942	14.207.100
Variação da necessidade de cap	1.071.107	397.241	567.002	539.091	636.357	741.034	794.491	851.215	912.012	977.158
Variação no fluxo de caixa	-1.071.107	-397.241	-567.002	-539.091	-636.357	-741.034	-794.491	-851.215	-912.012	-977.158

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

6.1.2.5 Projeção do fluxo de caixa da firma

Com os dados calculados de resultado operacional, imposto operacional, investimentos em CAPEX e investimentos na necessidade de capital de giro, obtém-se o valor do fluxo de caixa da firma para os 10 anos de projeção, conforme a tabela 41.

Tabela 41 - Projeção do Fluxo de Caixa da Firma

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EBITDA	1.489.472	2.222.195	3.102.433	3.659.082	4.056.464	4.381.363	4.731.154	5.107.486	5.512.362	5.947.933
ΔNIG	-1.071.107	-397.241	-567.002	-539.091	-636.357	-741.034	-794.491	-851.215	-912.012	-977.158
IMPOSTO DE RENDA	-34.572	-60.510	-530.309	-638.530	-708.818	-766.599	-828.869	-895.930	-968.148	-1.045.916
CAPEX	-899.090	-1.027.620	-1.184.414	-1.298.363	-1.433.771	-1.542.621	-1.659.466	-1.784.808	-1.919.267	-2.063.506
FCFF	-515.297	736.824	820.709	1.183.098	1.277.518	1.331.108	1.448.328	1.575.533	1.712.936	1.861.353

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

6.1.3 Taxa de desconto

Conforme foi calculado o fluxo de caixa livre da firma, este envolve financiamento tanto por parte de credores quanto por parte de acionistas. Para estimar a taxa de desconto, utiliza-se, portanto, o custo do capital de terceiros e o custo de capital próprio, ambos ponderados de acordo pela estrutura de capital da companhia.

6.1.3.1 Capital próprio

Na tabela 42 são evidenciadas todas as variáveis utilizadas para calcular o custo de capital próprio da companhia de acordo com a metodologia CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), bem como o resultado deste cálculo.

Para alcançar o cálculo do CAPM foi utilizada a equação 25 deste trabalho, com alguns ajustes. Conforme comentado por Serra e Wickert (2021), devido a adoção de parâmetros norte-americanos no cálculo adiciona-se o custo país do Brasil na equação. Além disso, como o fluxo de caixa projetado considera a inflação e este parâmetro apresenta valores diferentes entre os dois países, também foi realizado uma análise e adicionou-se à equação a diferença entre eles. Portanto, a equação final para cálculo do CAPM é a equação 32 .

$$Ke = Rf + \beta [Rm - Rf] + \text{Risco país} + \text{Diferença inflação} \quad (32)$$

Tabela 42 - Cálculo do custo de capital próprio

Descrição	Valor
Rf (risk free)	4,16%
Beta alavancado	1,18
Retorno do mercado	10,94%
Prêmio	6,78%
Inflação norte-americana	3,42%
Inflação brasileira	5,67%
Diferença de inflação	2,25%
Custo país - Brasil	2,25%
Custo de Capital (Ke)	16,66%

Fonte: Elaborado pela autora, com base em *U.S. Department of the Treasury* (2023), *Economática* (2023) S&P500 Data (2022), IBGE (2023a) e Ipeadata (2023)

Com os parâmetros acima, observa-se que o custo de capital próprio da companhia é de 16,66%.

6.1.3.1.1 Rf - Risk Free

De acordo com Serra e Wickert (2021), não existe no mercado um título que seja totalmente livre de risco para utilizar no cálculo de custo de capital próprio, porém uma opção comumente utilizada são os títulos do governo americano.

Como o período projetado é de 10 anos e o fluxo de caixa projetado considera a inflação ao longo do tempo, utilizou-se a média dos 6 últimos fechamentos mensais do título de 10 anos com retorno nominal ofertado pelo Departamento do Tesouro dos Estados Unidos, de acordo com *US Department of the Treasury (2023)*, analisado em 30/09/2023. A escolha do período se deve ao recente aumento nessa taxa, que, segundo projeções de mercado deve permanecer em alta no curto e médio prazo (*World Government Bonds, 2023*).

Com isso, o indicador livre de risco resulta em 4,16% a.a.

6.1.3.1.2 Beta

O beta representa o risco da empresa comparado com o mercado, ou seja, é uma medida de sensibilidade que indica o grau de variação dos retornos no mercado acionário comparado com um índice de mercado.

Apesar de ser possível seu cálculo com os valores de fechamento diário na B3 – Brasil Bolsa Balcão, utilizou-se o valor apresentado no software Economática (2023) com o padrão de 5 anos, totalizando num beta de 1,18. Dentro da plataforma, a metodologia de cálculo utilizada é a comparação com o índice de referência no país no qual a ação é listada, neste caso o Ibovespa, com base diária, descontando dias não úteis.

6.1.3.1.3 Retorno do mercado

O retorno de mercado refere-se ao rendimento do mercado de capitais no país referência, nesse caso Estados Unidos da América. O principal índice de mercado neste país é o S&P500 (Standard & Poor's 500), indicador ponderado pelo valor de mercado das 500 maiores empresas publicamente negociadas nos EUA. A seleção do período foi baseada na escolha do maior conjunto de dados disponíveis para minimizar os efeitos de curto prazo, principalmente nos anos de 2023 e 2024 que são afetados pela alta de juros e menor rendimento do índice S&P500. Para isso, foi selecionado o período correspondente entre 1932 e 2022 e de acordo com o S&P 500 Data (2022), o retorno foi de 10,94% ao ano, taxa nominal.

6.1.3.1.4 Prêmio

Conforme descrito em itens acima, o retorno do mercado é de 10,94% e o título de 10 anos do governo norte-americano é de 4,16%, considerado a taxa livre de risco. Com isso, o prêmio é a subtração desses valores e obtém-se 6,78% como resultado (S&P 500 Data, 2022; *US Department of the Treasury*, 2023).

6.1.3.1.5 Inflação norte-americana

Dado que os parâmetros utilizados para o cálculo do custo de capital próprio são norte-americanos e a inflação deste país é diferente da brasileira, a inflação deve ser levada em consideração.

Como o retorno do mercado foi analisado para os últimos 70 anos, entre 1932 e 2022, a análise da inflação norte-americana foi realizada neste mesmo período. De acordo com o S&P 500 Data (2022), o retorno de mercado real para este período foi 7,27% e como o retorno nominal do período foi de 10,94%, portanto, a inflação foi de 3,42% ao ano.

6.1.3.1.6 Inflação brasileira e diferença de inflação

O período de análise da inflação brasileira corresponde a 17 anos, entre 2006 e 2022. Essa escolha se deu pelo fato de 2006 em diante apresentar mais estabilidade inflacionária no país. De acordo com o IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 2023a), a inflação entre janeiro de 2006 e dezembro de 2022 foi de 155,35%, ou seja, 5,67% ao ano.

Com a inflação norte-americana e brasileira calculada, a diferença de inflação entre Estados Unidos e Brasil é de 2,25%.

6.1.3.1.7 Custo país – Brasil

De acordo com Serra e Wickert (2021), o prêmio-país é normalmente calculado pela diferença entre o retorno de um título brasileiro e o retorno de um título de dívida norte-americana, ambos emitidos, respectivamente, pelo governo brasileiro e norte-americano. No entanto, Serra e Wickert (2021) comentam que para não

analisar apenas um título do governo, é possível utilizar o índice EMBI+ Brasil (*Emerging Markets Bond Index – Brazil*), calculado pelo JPMorgan Chase com uma carteira de títulos emitidos pelo governo brasileiro.

Neste trabalho foi utilizado o índice EMBI+, calculado e divulgado diariamente pelo Ipeadata (2023), com a média dos fechamentos mensais por um período de 6 meses. Na tabela 43 observa-se cada um dos valores em relação ao seu período, resultando na média de 2,25%, sendo a escolha do período realizada para ser compatível com a taxa livre de risco.

Tabela 43 - Custo país - Brasil

Período	Valor
29/09/2023	2,01%
31/08/2023	2,09%
31/07/2023	1,99%
30/06/2023	2,30%
31/05/2023	2,49%
28/04/2023	2,60%
Média	2,25%

Fonte: Elaborado pela autora com base em Ipeadata (2023)

6.1.3.2 *Capital de terceiros*

Segundo Serra e Wickert (2021), existe mais de uma forma de chegar ao resultado do custo da dívida dos credores, ou de terceiros, mas a abordagem mais disponível é pela média ponderada dos custos das dívidas existentes já presentes nos balanços contábeis da companhia.

De acordo com o balanço financeiro divulgado pela Lojas Renner no segundo trimestre de 2023, 90,2% dos empréstimos, financiamentos e debêntures possuem encargo de CDI +1,6%. Para a projeção do custo de capital de terceiros, utilizou-se essa taxa para todo o montante e adotou-se a premissa de que a empresa será capaz de captar capital de terceiros por essa mesma taxa futuramente (Lojas Renner S.A., 2023c).

Com a projeção da taxa Selic projetada e apresentada no item 5.1. Premissas deste trabalho e sabendo que CDI tem alta correlação com a Selic, sendo 0,1% abaixo, obtém-se o CDI projetado ano a ano. Na tabela 44 observa-se tanto a Selic e CDI quanto o resultado de CDI+1,6%.

Tabela 44 - Custo de Capital de Terceiros

Custo de capital de terceiros	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Projeção Selic	13,23%	9,50%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
CDI	13,13%	9,40%	8,90%	8,90%	8,90%	8,90%	8,90%	8,90%	8,90%	8,90%
CDI +1,60%	14,94%	11,15%	10,64%	10,64%	10,64%	10,64%	10,64%	10,64%	10,64%	10,64%

Fonte: Elaborado pela autora, com base no Banco Central do Brasil (2023) e Recieri (2023)

Ao calcular a média das taxas de CDI acrescidas de 1,6% ao longo dos 10 anos, obtém-se uma média de capital de terceiros de 11,12%.

Conforme Serra e Wickert (2021), há benefício fiscal para dívidas com terceiros, visto que ela gera uma despesa financeira que é dedutível do imposto de renda a ser pago, e multiplica-se o custo de capital de terceiros por (1- alíquota efetiva de imposto de renda). Nota-se que os autores utilizam a alíquota de 34%, mas conforme análise e projeção realizada anteriormente, a Lojas Renner possui subvenção de investimentos que faz com que a sua alíquota efetiva seja menor. Portanto, será utilizado a alíquota efetiva calculada média de 18,2%. Dessa forma, o custo de capital de terceiros é de 9,09%, calculado por $11,12\% \cdot (1 - 18,2\%)$.

6.1.3.3 *Custo médio ponderado de Capital (WACC)*

Analisou-se a estrutura de capital da companhia, comparando o capital de terceiros com o capital próprio, patrimônio líquido. Na tabela 45, observa-se os valores de capital de terceiros e capital próprio, bem como o percentual de cada um deles na estrutura de capital da Lojas Renner. Conforme definido anteriormente neste trabalho, capital próprio se trata do valor atualizado de mercado da empresa, ou seja, o número de ações multiplicado pelo valor de mercado de cada ação. A data de referência é do dia 30/09/2023, quando o valor da ação correspondia a R\$13,40.

Tabela 45 - Estrutura de capital da companhia

	R\$ mil	%
TERCEIROS	2.160.817	14,50%
PRÓPRIO	12.739.420	85,50%

Fonte: Elaborado pela autora com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Para a projeção da estrutura de capital da Lojas Renner, importante parâmetro para calcular o custo médio ponderado de capital por meio do WACC, adotou-se a

premissa de que ela permanecerá com o mesmo percentual calculado na tabela 45. Portanto, o custo de capital de terceiros representa 14,5% do financiamento e capital próprio representa 85,5% do financiamento da companhia.

Com os custos calculados nos itens anteriores, temos o WACC aplicado conforme a equação 26 deste trabalho:

$$WACC = (0,1450 * 11,12\% * (1 - 18,2\%)) + (0,8550 * 16,66\%) \quad (26)$$

Com a aplicação da equação, encontra-se o valor da taxa de desconto de 15,56%.

6.1.4 Perpetuidade e valor da Lojas Renner

Considerando que a empresa manterá suas atividades por tempo indeterminado, um valor importante no fluxo de caixa é a perpetuidade. Para seu cálculo utilizou-se a premissa de que a taxa de crescimento da companhia na perpetuidade será igual a taxa de crescimento do PIB do Brasil, considerando a inflação. Isso quer dizer que a Lojas Renner irá crescer conforme a economia brasileira.

Para calcular a projeção de crescimento de PIB nominal assumiu-se a premissa de que o PIB terá crescimento real de 2% e inflação de 3,5%, conforme são os dados apontados para o último ano de projeção da pesquisa Focus do Banco Central do Brasil (2023).

A perpetuidade é calculada com o valor do fluxo de caixa do último ano de projeção, neste caso 2032, e a taxa de crescimento e a taxa de desconto, conforme foi calculada anteriormente. Na tabela 46 observa-se esses valores, bem como o valor calculado da perpetuidade de acordo com a equação 29 deste trabalho.

Tabela 46 - Valor da Perpetuidade

Perpetuidade	Valores
Fluxo de caixa 2023	1.862.457
Taxa de crescimento	5,57%
Crescimento PIB	2%
Inflação	3,50%
Taxa de desconto	15,56%
Valor da perpetuidade	19.680.892

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Este valor da perpetuidade é somado ao último fluxo de caixa calculado (2032). Assim, de acordo com os valores do fluxo de caixa, o valor da perpetuidade calculado acima e a taxa de desconto de 15,56%, os fluxos de caixa da firma são trazidos a valor presente, conforme evidencia-se na tabela 47.

Tabela 47 - Fluxo de caixa a valor presente

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Perpetuidade
EBITDA	1.489.472	2.224.349	3.104.356	3.661.274	4.058.806	4.383.806	4.733.705	5.110.149	5.515.145	5.950.843	
ΔNIG	-1.071.107	-405.425	-564.720	-538.743	-636.532	-741.259	-794.729	-851.467	-912.277	-977.438	
IMPOSTO DE REND/	-34.572	-60.569	-530.637	-638.913	-709.228	-767.026	-829.315	-896.397	-968.636	-1.046.427	
CAPEX	-899.090	-1.028.609	-1.185.145	-1.299.139	-1.434.598	-1.543.482	-1.660.362	-1.785.742	-1.920.240	-2.064.521	
FCFF		729.746	823.853	1.184.480	1.278.449	1.332.039	1.449.298	1.576.545	1.713.992	1.862.457	19.680.892
Ano		1	2	3	4	5	6	7	8	9	
FCFF a valor presente		631.484	616.924	767.539	716.882	646.356	608.561	572.853	538.936	506.764	5.355.058

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Apesar de ter sido projetado o ano de 2023, somente os 9 anos compreendidos entre 2024 e 2032 foram trazidos a valor presente. Nota-se que o valor projetado para este período representa 51,1% do valor da companhia. Os outros 48,9% são correspondentes à perpetuidade. Ao somar esses dois valores, fluxo de caixa projetado e perpetuidade, obtém-se o valor da companhia (ou *enterprise value*).

Com o valor da companhia é possível obter o valor de mercado, e com este é possível calcular o valor por ação. Para obter o valor de mercado da Lojas Renner, é necessário subtrair a dívida líquida do valor da companhia. Dado que a dívida foi definida no item 6.1.3.3. como a soma de empréstimos, financiamentos e debêntures, financiamentos – operações serviços financeiros e adiantamento de recebíveis, para calcular a dívida líquida é necessário subtrair o caixa. Esses dados são apresentados na tabela 48, juntamente com o valor da dívida líquida.

Tabela 48 - Dívida Líquida e Valor de Mercado

Descrição	Valores
Empréstimos e financiamentos	-2.405.375.000
Caixa e aplicações financeiras	3.503.482.000
Dívida Líquida Ajustada	1.098.107.000
Valor da companhia	11.057.455.679
Valor de mercado	9.611.746.679

Fonte: Elaborado pela autora com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Além disso, de acordo com a B3 – Brasil Bolsa Balcão (2023a), a Lojas Renner possui 950.702.967 ações ordinárias em circulação no mercado. Portanto, se dividir o valor de mercado calculado pela metodologia de fluxo de caixa descontado, encontra-se um valor de R\$12,68 por ação.

Tabela 49 - Valor da companhia pelo Fluxo de Caixa Descontado

Descrição	Valores
FCFF	5.606.300.363
Perpetuidade	5.355.058.018
Valor da companhia	10.961.358.381
Dívida líquida Ajustada	-1.098.107.000
Valor de mercado	12.059.465.381
Número de ações	950.702.967
Valor por ação	12,68

Fonte: Elaborado pela autora com base em dados da B3 (2023a)

No dia 27 de outubro de 2023, as ações ordinárias da Lojas Renner tiveram fechamento no mercado secundário de ações com o valor de R\$12,21. Assim, o valor projetado pelo método Fluxo de Caixa Descontado apresenta um potencial de valorização de 3,8% no valor da companhia comparado com o seu valor de mercado nesta data.

6.1.5 Análise de Sensibilidade

Assim como já comentado anteriormente, o valor da companhia não é fixo e pode oscilar entre uma faixa de valores de acordo com as premissas e as variáveis adotadas ao longo da projeção. Algumas variáveis são mais sensíveis do que outras, com a margem bruta da empresa, o WACC e a necessidade de capital de giro (estoques, contas a receber e fornecedores).

Na tabela 50, é possível verificar a sensibilidade do valor por ação da Lojas Renner em relação ao WACC e à margem de varejo. Nota-se que ao variar o WACC de 13,56% para 17,56%, o valor por ação da companhia varia entre R\$15,81 e R\$10,61, enquanto dois pontos percentuais na margem bruta de varejo, para cima e para baixo, faz com que o valor da empresa fique entre R\$15,33 e R\$10,04. Observa-se, também, que no cenário mais otimista, com WACC de 13,56% e aumento de 2 pontos percentuais na margem, o valor da companhia será de R\$19,15; enquanto no cenário mais pessimista será de R\$8,42.

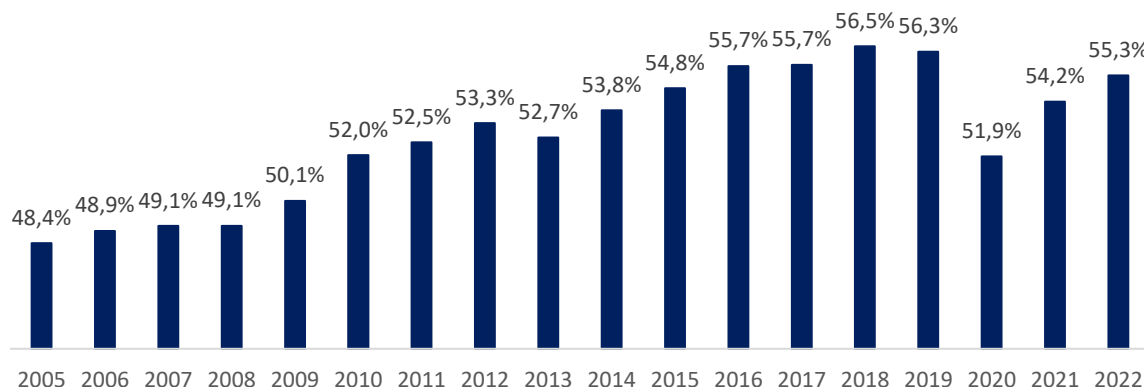
Tabela 50 - Sensibilidade ao WACC e ao incremento de margem bruta de varejo

		WACC				
		12,68	13,56%	14,56%	15,56%	16,56%
Incremento na margem do varejo	2,0 p.p.	19,15	17,02	15,33	13,95	12,81
	1,0 p.p.	17,48	15,55	14,01	12,75	11,71
	0,0 p.p.	15,81	14,07	12,68	11,55	10,61
	-1,0 p.p.	14,15	12,60	11,36	10,35	9,52
	-2,0 p.p.	12,48	11,12	10,04	9,15	8,42

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Para melhor entendimento na prática do aumento da margem bruta de varejo, a projeção no método de Fluxo de Caixa Descontado conta com uma média para os próximos 10 anos de 54,9%, e 2 pontos percentuais acima seria uma projeção de margem bruta média de 56,9%. No gráfico 22, analisa-se que a margem bruta do varejo nos últimos 18 anos, apesar do elevado resultado de 56,5% e 56,3% nos anos de 2018 e 2019, não apresentou nenhum valor igual ou superior a 56,9%. Portanto, projetar margem bruta média com 2 pontos percentuais acima indicaria a melhor margem dos últimos 18 anos, um cenário bastante otimista.

Gráfico 22 - Histórico de margem bruta do varejo



Fonte: Elaborado pela autora, com base em dados da Lojas Renner S.A. (2023g)

Na tabela 51, analisou-se a sensibilidade do valor por ação calculado no método Fluxo de Caixa Descontado em relação ao WACC e às variáveis de prazos médios (estoques, contas a receber e fornecedores). Percebe-se que ao oscilar o WACC entre 13,56% e 17,56%, o valor por ação varia entre R\$15,81 e R\$10,61, enquanto os prazos médios oscilam entre 10% a mais e a menos dos apresentados na projeção, o valor por ação varia entre R\$14,51 e R\$ 10,88.

Tabela 51 - Sensibilidade ao WACC e às variáveis de prazos médios

	WACC					
	12,68	13,56%	14,56%	15,56%	16,56%	17,56%
Variáveis de prazos médios	+10%	17,89	16,01	14,51	13,29	12,27
	+5%	16,85	15,04	13,60	12,42	11,44
	+0%	15,81	14,07	12,68	11,55	10,61
	-5%	14,78	13,11	11,78	10,69	9,79
	-10%	13,76	12,16	10,88	9,84	8,97

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

Para melhor entendimento do que as porcentagens de prazos médios significam na prática, um aumento de 10% na projeção dessas variáveis é equivalente ao mesmo patamar em que a companhia estava no ano de 2019, antes de todas as interferências da pandemia de Covid-19. Ademais, uma redução de 10% seria equivalente a projeção ser semelhante ao ano de 2022, sem nenhuma melhora nessas variáveis para o futuro.

Na tabela 52, verifica-se a sensibilidade do valor por ação em relação às variáveis de prazos médios e ao incremento na margem bruta de varejo. Nota-se que

ao oscilar as variáveis de prazos médios (estoques, contas a pagar e fornecedores) em 10% para cima e para baixo, o valor por ação varia entre R\$14,51 e R\$10,88, ao passo que ao oscilar a margem bruta de varejo 2 pontos percentuais, também para cima e para baixo, o valor varia entre R\$15,33 e R\$10,04.

Tabela 52 - Sensibilidade a variáveis de prazos médios e incremento na margem bruta de varejo

		Variáveis de prazos médios				
		12,68	+10%	+5%	+0%	-5%
Incremento na margem do varejo	2,0 p.p.	17,13	16,23	15,33	14,44	13,55
	1,0 p.p.	15,82	14,91	14,01	13,11	12,22
	0,0 p.p.	14,51	13,60	12,68	11,78	10,88
	-1,0 p.p.	13,20	12,28	11,36	10,45	9,54
	-2,0 p.p.	11,89	10,96	10,04	9,12	8,20

Fonte: Elaborado pela autora (2023)

6.2 AVALIAÇÃO RELATIVA OU AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

De acordo com Serra e Wickert (2021), o mercado dispõe de referências relevantes para avaliação de empresa quando usamos indicadores de mercado com empresas semelhantes, além de que a avaliação por múltiplos é comumente utilizada com o método de fluxo de caixa descontado de forma complementar e até mesmo como uma checagem do resultado do FCD. Ademais, Pinto, Robinson e Stowe (2019) apontam em seu estudo que 92,8% das pessoas envolvidas na pesquisa utilizam a abordagem de múltiplos de mercado.

De acordo com a B3 (2023a), a Lojas Renner é uma empresa do setor de comércio e do subsetor de tecidos, vestuário e calçados. Ao pesquisar no Fundamentus (2023) por este subsetor, foi encontrado as seguintes empresas: Guararapes Confecções, Lojas Marisa, Grazziotin, Veste, Grupo Soma, Arezzo Co e CEA Modas; todas utilizadas para esta avaliação por múltiplos com mesmo peso.

6.2.1 Preço / Valor Patrimonial

De acordo com Fundamentus (2023), o preço sobre valor patrimonial de cada uma das companhias é apresentado na tabela 53. Foi calculado a mediana das empresas e o resultado obtido é de 0,58.

Tabela 53 - Preço/Valor patrimonial das empresas

Empresas	Valor do Indicador
Guararapes Confecções	0,46
Lojas Marisa	0,59
Graziziotin	0,58
Veste	1,32
Grupo Soma	0
Arezzo Co	0,58
CEA Modas	2,4
Mediana	0,58

Fonte: Elaborado pela autora com base em dados do Fundamentus (2023)

Dado que o valor patrimonial da Lojas Renner é de R\$10.087.515.000,00 e o múltiplo preço/valor patrimonial do subsetor é de 0,58, tem-se que o preço da companhia é de R\$5.850.758.700,00 e equivale a R\$6,15 por ação.

Normalmente uma empresa é avaliada no mercado acima do seu valor patrimonial, visto que ela possui outros ativos importantes que compõem seu valor de mercado. Dessa forma, o resultado desse múltiplo indica que um valor muito conservador para a Lojas Renner seria de R\$6,15 por ação.

6.2.2 Preço/Lucro

De acordo com Fundamentus (2023), o preço sobre lucro de cada uma das companhias é apresentado na tabela 54. Foi calculado a mediana das empresas, com exclusão da Guararapes Confecções e Lojas Marisa por apresentar indicador negativo e CEA Modas por ser um outlier no mercado. Com isso, a mediana resultante é de 11,07.

Tabela 54 - Preço/lucro das empresas

Empresas	Valor do Indicador
Guararapes Confecções	-26,46
Lojas Marisa	-0,28
Graziziotin	5,08
Veste	8,01
Grupo Soma	14,13
Arezzo Co	18,03
CEA Modas	53,16
Mediana	11,07

Fonte: Elaborado pela autora com base em dados do Fundamentus (2023)

Dado que o lucro líquido das Lojas Renner em 2022 é de R\$1.291.704.000,00 e o múltiplo é de 11,07, tem-se que seu preço é de R\$14.299.163.280,00 e equivale a R\$15,04 por ação.

6.2.3 EV/EBITDA

De acordo com a Fundamentus (2023), o *Enterprise Value* (valor da empresa) sobre EBITDA de cada uma das empresas é apresentado na tabela 55. Foi calculado a mediana das empresas e o resultado obtido é de 4,84.

Tabela 55 - EV/EBITDA das empresas

Empresas	Valor do Indicador
Guararapes Confecções	4,56
Lojas Marisa	4,84
Graziziotin	3,2
Veste	7,7
Grupo Soma	6,82
Arezzo Co	10,18
CEA Modas	2,19
Mediana	4,84

Fonte: Elaborado pela autora com base em dados do Fundamentus (2023)

Dado que o EBITDA da Lojas Renner em 2022 foi de R\$2.401.251.000,00 e o múltiplo é de 4,84, tem-se que seu valor de empresa é de R\$14.299.163.280,00 e equivale a R\$12,22 por ação.

Sabe-se que preço, neste caso, é igual ao valor da empresa subtraído a sua dívida líquida. Além disso, a dívida líquida é a subtração do caixa na conta de empréstimos e financiamentos. Na tabela 56 é evidenciado os valores citados, bem como o preço de R\$12.720.161.840,00 para a Lojas Renner, o que quer dizer R\$13,38 por ação.

Tabela 56 - Valor da empresa e preço

Descrição	Valores
Empréstimos e financiamentos	R\$ 2.405.375.000,00
Caixa	R\$ 3.503.482.000,00
Dívida Líquida	-R\$ 1.098.107.000,00
Preço	R\$ 12.720.161.840,00

Fonte: Elaborado pela autora com base em dados do Fundamentus (2023)

7 CONCLUSÃO

Este estudo teve como objetivo geral avaliar as Lojas Renner S.A. para determinação de seu valor econômico pelo método de Fluxo de Caixa Descontado, cuja conclusão resultou em uma estimativa de R\$12,68 por ação. Esse valor representa um potencial de aumento de 3,8% com relação ao mercado secundário em 27 de outubro de 2023. Para tal, foram realizadas diversas análises sobre o mercado e a empresa, seguindo a metodologia conforme apresentado na revisão bibliográfica.

Em relação a análise de mercado, focou-se no subsetor de tecidos, calçados e vestuários, com análise de fornecedores e clientes, ou seja, indústria de vestuário e consumidor final, respectivamente. Notou-se que a indústria de vestuário é composta principalmente por pequenas empresas que apresentam fragilidade em momentos desafiadores, como a pandemia de Covid-19. Em relação aos clientes, evidencia-se que seu consumo é influenciado pela situação econômica e que há grande disparidade entre as diferentes classes sociais. Já o subsetor de varejo de tecido, vestuário e calçado é altamente fragmentado e composto majoritariamente por empresas nacionais, dada os desafios do mercado varejista brasileiro. Além disso, é um mercado competitivo, com adoção cada vez maior de tecnologias e maior preocupação com o ambiente social e ambiental.

Em relação a Lojas Renner foi analisado desde seu histórico, mercado de atuação, governança corporativa, diretoria executiva e conselho administrativo até modelo de negócio, estratégia e posição competitiva, com auxílio das 5 Forças de Porter. Conclui-se que a empresa é o maior *player* no varejo de moda no Brasil, não possui acionista controlador, é referência em governança corporativa no mercado, possui uma estratégia sólida baseada em fortalecimento do seu ecossistema de moda e *lifestyle* e possui várias vantagens estratégicas competitivas.

Além de análises de mercado e posicionamento da Lojas Renner, foi analisado seu desempenho financeiro, com os indicadores e análises indicadas na revisão bibliográfica. Por meio delas é possível concluir que a empresa apresenta resultados consistentes de crescimento ao longo dos anos, teve impacto financeiro significativo no período de pandemia de Covid-19, principalmente em 2020, e alguns indicadores ainda não retornaram para o patamar pré-pandemia.

Todo o conhecimento das análises prévias foram fundamentais para embasar as premissas utilizadas no método de Fluxo de Caixa Descontado, amplamente

utilizado no mercado para avaliação de empresas. Nota-se que essas premissas estabelecidas não foram agressivas, uma vez que a companhia tem investido na sua estratégia do ecossistema, mas ainda não conseguiu retornar aos patamares financeiros de antes da pandemia de Covid-19. Além disso, foram apresentadas algumas análises de sensibilidade, indicando o quanto o valor da ação poderia variar caso uma premissa sensível fosse alterada, e foi comparado o seu valor pelo método DFC com o resultado da análise por múltiplos, sendo que o resultado proveniente das projeções ficou levemente abaixo do resultado por múltiplos de mercado.

Apesar do método apresentar um valor para a empresa, a importância deste estudo vai além deste valor em si, pois reside no processo de compreensão das premissas utilizadas e dos cálculos realizados. Portanto, ao analisar este trabalho, é recomendável levar em consideração essas informações no processo de tomada de decisão.

Por fim, com os resultados apresentados conclui-se que o objetivo geral de avaliar as Lojas Renner S.A. para determinação de seu valor econômico pelo método de Fluxo de Caixa Descontado foi atingido com o valor de R\$12,68 por ação, de acordo com as premissas adotadas ao longo do trabalho. Nota-se que os objetivos específicos também foram alcançados: a análise de competitividade do comércio de tecidos, vestuário e calçados foi atingido no capítulo 3; a análise das Lojas Renner S.A. em relação ao seu modelo de negócio e suas vantagens competitivas foi realizada no capítulo 4; a análise de desempenho operacional e financeiro da Lojas Renner S.A. em relação aos principais indicadores consolidados na literatura foi apresentada no capítulo 5, os resultados futuros da empresa foram projetados no capítulo 6 e o resultado obtido foi checado com a análise de sensibilidade e comparado com a avaliação por múltiplos no capítulo 6. Além disso, como próximos passos sugere-se acompanhamento e atualização do modelo ao longo do tempo com as novas informações que são disponibilizadas.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços**: um enfoque econômico financeiro. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2015. 392 p.

ASSAF NETO, Alexandre. **Valuation**. [s.l.] Atlas, 2014.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE COMÉRCIO ELETRÔNICO (ABCOMM). **Previsão de vendas no e-Commerce para os Próximos 5 anos**. 2022. Disponível em: <https://dados.abcomm.org/previsao-de-vendas-online>. Acesso em: 20 ago. 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO (ABEPRO). **A Profissão da Engenharia de Produção**: saiba mais sobre a engenharia de produção. Saiba mais sobre a Engenharia de Produção. 201-. Disponível em: <https://portal.abepro.org.br/profissao/>. Acesso em: 30 set. 2022.

B3. **Empresas listadas**. 2023a. Disponível em: <https://sistemaswebb3-listados.b3.com.br/listedCompaniesPage/main/8133/CODBOLSA/overview?languag e=pt-br>. Acesso em: 02 ago. 2023.

B3. **Segmentos de listagem**: Novo Mercado. 2023b. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em: 14 ago. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional em relação à renda acumulada dos últimos doze meses (RNDBF)**. 2022a. Disponível em: <https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/29037-endividamento-das-familias-com-o-sistema-financeiro-nacional-em-relacao-a-renda-acumulada-dos>. Acesso em: 18 ago. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Focus - Relatório de Mercado**. 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>. Acesso em 19 ago. 2023:.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das metas para a inflação**. 2022b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicometas>. Acesso em: 19 ago. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Índice de Confiança do Consumidor**. 2022c. Disponível em: <https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/4393-indice-de-confianca-do-consumidor>. Acesso em: 19 ago. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxas de juros básicas – Histórico**. 2022d. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em: 19 ago. 2023.

BRANDÃO, Raquel; RAVAGNANI, Allan. Grupo Soma compra Hering por R\$ 5,1 bi. **Valor Econômico**, 26 abr. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2021/04/26/grupo-soma-compra-cia-hering.ghtml>. Acesso em: 26 out. 2023.

BRASIL. Lei Complementar nº 160, de 07 de agosto de 2017. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 2017.

CHRISTOPHER, Martin. **Logistics & Supply Chain Management: creating value-adding networks**. 3. ed. New York: Ft Press, 2005. 320 p.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento**. 2017. Disponível em: <https://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=37>. Acesso em: 26 set. 2023.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Universidades, 2007. 480 p.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

ELIAS, Juliana. “Índice Zara”: brasil é 11º mais caro para roupas da marca em lista de 55 países. **CNN Brasil**, São Paulo, 19 jun. 2023. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/indice-zara-brasil-e-11o-mais-carro-para-roupas-da-marca-em-lista-de-55-paises/>. Acesso em: 28 out. 2023.

ESTILO ORBI. **Dúvidas Frequentes**. 2022. Disponível em: <https://www.seuestiloorbi.com.br/duvidas/>. Acesso em: 25 out. 2023.

FECOMERCIO SP. **INTENÇÃO DE CONSUMO DAS FAMÍLIAS**. 2023. Disponível em: <https://www.fecomercio.com.br/pesquisas/indice/icf>. Acesso em: 17 set. 2023.

FUNDAMENTUS. **Detalhes**. 2023. Disponível em: <https://www.fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=LREN3>. Acesso em: 20 out. 2023 .

GEORGE-PARKIN, Hilary. O plano bilionário de marcas para reverter 'apocalipse' das lojas físicas. **BBC News Brasil**, 01 out. 2023. Disponível em: <https://www-bbc-com.cdn.ampproject.org/c/s/www.bbc.com/portuguese/articles/ce4wxwgqdr2o.amp>. Acesso em: 26 out. 2023.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2017. 129 p.

GITMAN, Lawrence J.. **Princípios de administração financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010. 775 p.

GUANAIS, Luiz; DISSELLI, Gabriel; ROGATIS, Victor; TEMPORINI, Luiz. Varejo & Consumo: analisando o setor de vestuário. **BTG Pactual**, São Paulo, p. 1-15, 05 jul. 2021. Disponível em: <https://atlasinvest.com.br/wp-content/uploads/2021/07/Varejo-Consumo-210705.pdf>. Acesso em: 20 set. 2023.

GUANAIS, Luiz; DISSELLI, Gabriel; ROGATIS, Victor; TEMPORINI, Luiz. Varejo & Internet. **BTG Pactual**, São Paulo, p. 1-11, 21 jul. 2022. Disponível em: https://research-content.btgpactualdigital.com/file/2022-07-22T094729.206_Varejo%20&%20Internet%20220721.pdf. Acesso em: 20 set. 2023.

HAUBERT, Mariana. Projeto que acaba com juros sobre capital próprio perde urgência. **Poder 360**. 05 set. 2023. Disponível em: <https://www.poder360.com.br/economia/projeto-que-acaba-com-juros-sobre-capital-proprio-perde-urgencia/>. Acesso em: 14 out. 2023.

IFRS FOUNDATION. **IFRS 9: Instrumentos Financeiros**. 2020. 118 p. Disponível em: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/portuguese-brazilian/2020/parte-a/ifrs-9-financial-instruments-pt.pdf>. Acesso em: 14 out. 2023.

ÍNDICE SOFTWARES. **ÍNDICE NACIONAL DE PREÇOS AO CONSUMIDOR AMPLO - IPCA**. 2023. Disponível em: https://www.idealsoftwares.com.br/indices/ipca_ibge.html. Acesso em: 16 set. 2023.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Inflação**. 2023a. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/explica/inflacao.php>. Acesso em: 15 set. 2023.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **PNAD Contínua - Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua**. 2023b. Disponível em: https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/trabalho/9173-pesquisa-nacional-por-amostra-de-domicilios-continua-trimestral.html?=&t=series-historicas&utm_source=landing&utm_medium=explica&utm_campaign=desemprego. Acesso em: 15 set. 2023.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Governança Corporativa**. 2023. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>. Acesso em: 15 set. 2023.

IPEADATA. **EMBI+ Risco Brasil**. 2023. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>. Acesso em: 17 out. 2023.

ITAU BBA. **Projeções**. 2023. Disponível em: <https://www.itau.com.br/itaubba-pt/analises-economicas/projecoes>. Acesso em: 15 ago. 2023.

JOHNSON, G.; SCHOLLES, K.; WHITTINGTON, R. **Exploring corporate strategy**. 8th. ed. Harlow: Prentice Hall, 2009.

JÚNIOR, Janary. Projeto do governo acaba com dedução de juros sobre capital próprio a partir de 2024. **Agência Câmara de Notícias**. Brasília, 04 set. 2023. Disponível em: [https://www.camara.leg.br/noticias/994251-PROJETO-DO-GOVERNO-ACABA-COM-DEDUCAO-DE-JUROS-SOBRE-CAPITAL-PROPRIO-A-PARTIR-DE-2024#:~:text=Enviado%20pelo%20Poder%20Executivo%2C%20o,o%20Lucro%20L%C3%ADquido%20\(CSLL\)](https://www.camara.leg.br/noticias/994251-PROJETO-DO-GOVERNO-ACABA-COM-DEDUCAO-DE-JUROS-SOBRE-CAPITAL-PROPRIO-A-PARTIR-DE-2024#:~:text=Enviado%20pelo%20Poder%20Executivo%2C%20o,o%20Lucro%20L%C3%ADquido%20(CSLL)). Acesso em: 17 out. 2023.

LOJAS RENNERT S.A.. **Apresentação Institucional**. 2023a. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/13154776-9416-4fce-8c46-3e54d45b03a3/47c0b527-7bad-43d2-99cc-b2b0e1b2ce04?origin=1>. Acesso em: 02 ago. 2023.

LOJAS RENNER S.A.. **Apresentações e vídeos**. 2023b. Disponível em: <https://lojasrenner.mzweb.com.br/info-aos-investidores/apresentacoes-e-videos/>. Acesso em: 02 ago. 2023.

LOJAS RENNER S.A.. **Cadeia de fornecimento responsável**. 202-. Disponível em: <https://www.lojasrenner.com.br/sustentabilidade/fornecedores#:~:text=A%20Renner%20n%C3%A3o%20tem%20f%C3%A1bricas,as%20pe%C3%A7as%20comercializa das%20nas%20lojas>. Acesso em: 25 out. 2023.

LOJAS RENNER S.A.. **Central de Resultados**. 2023c. Disponível em: <https://lojasrenner.mzweb.com.br/info-aos-investidores/central-de-resultados/>. Acesso em: 02 ago. 2023.

LOJAS RENNER S.A.. **Composição Acionária**. 2023d. Disponível em: <https://lojasrenner.mzweb.com.br/governanca-corporativa/composicao-acionaria/>. Acesso em: 02 ago. 2023.

LOJAS RENNER S.A. **Formulário de Referência e Cadastral**. 2022a. Disponível em: <https://lojasrenner.mzweb.com.br/doc-corporativos/formulario-de-referencia-e-cadastral/>. Acesso em: 02 ago. 2023.

LOJAS RENNER S.A.. **Fornecedores**. 2023e. Disponível em: <https://www.lojasrennersa.com.br/parceiros/fornecedores/>. Acesso em: 25 out 2023.

LOJAS RENNER S.A.. **Marcas e Negócios**. 202-. Disponível em: <https://www.lojasrennersa.com.br/nosso-ecossistema/marcas-e-negocios/>. Acesso em: 03 ago. 2023.

LOJAS RENNER S.A.. **Órgãos da Administração**. 2023f. Disponível em: <https://lojasrenner.mzweb.com.br/governanca-corporativa/orgaos-da-administracao/>. Acesso em: 02 ago. 2023.

LOJAS RENNER S.A.. **Planilhas e Fundamentos**. 2023g. Disponível em: <https://lojasrenner.mzweb.com.br/>. Acesso em 15 set. 2023.

LOJAS RENNER S.A.. **Quem somos**. 202-. Disponível em: <https://www.lojasrennersa.com.br/nosso-ecossistema/quem-somos/>. Acesso em: 02 ago. 2023.

LOJAS RENNER S.A.. **Relatório Anual 2022**. 2022b. 133 p. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/13154776-9416-4fce-8c46-3e54d45b03a3/7f5440f5-ca3e-1fe3-d6ba-b02082b0c2dd?origin=1>. Acesso em: 16 set. 2023.

LOJAS RENNER S.A.. **Visão Geral**. 202-. Disponível em: <https://lojasrenner.mzweb.com.br/governanca-corporativa/visao-geral/>. Acesso em: 02 ago. 2023.

LUIZ FURTADO FILHO, F. .; FLACH, L. .; DUTRA SALLABERRY, J. .; KARAM DE MATTOS, L. . A PESQUISA EM AVALIAÇÃO DE EMPRESAS NO BRASIL. **RECIMA21 - Revista Científica Multidisciplinar - ISSN 2675-6218**, [S. l.], v. 2, n. 4, p. e24286, 2021. DOI: 10.47820/recima21.v2i4.286. Disponível em:

<https://recima21.com.br/index.php/recima21/article/view/286>. Acesso em: 1 nov. 2023.

MELLEN, C. M.; EVANS, F. C. **Valuation for M&A: building and measuring private company value**. Third ed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, 2018.

MIGUEL, Paulo Augusto Cauchick *et al.* **Metodologia de pesquisa em engenharia de produção e gestão de operações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

PINTO, J. E.; ROBINSON, T. R.; STOWE, J. D. Equity valuation: A survey of professional practice. **Review of Financial Economics**, v. 37, n. 2, p. 219–233, abr. 2019.

PORTER, Michael E.. **Estratégia Competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência**. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1986. 362 p.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. 451 p.

REALIZE SOLUÇÕES FINANCEIRAS. **Orbi Bank**. 202-. Disponível em: <https://www.realizesolucoesfinanceiras.com.br/promoco/es/orbibank>. Acesso em: 25 out. 2023.

RECEITA FEDERAL. **Contribuição Social sobre o Lucro Líquido CSLL**. 2023a. Disponível em: <https://www.gov.br/receitafederal/pt-br/assuntos/orientacao-tributaria/tributos/CSLL#:~:text=A%20al%C3%ADquota%20da%20CSLL%20%C3%A9,lucro%20adotada%20para%20o%20IRPJ>. Acesso em: 17 out. 2023.

RECEITA FEDERAL. **IRPJ (Imposto sobre a renda das pessoas jurídicas)**. 2023b. Disponível em: <https://www.gov.br/receitafederal/pt-br/assuntos/orientacao-tributaria/tributos/IRPJ>. Acesso em: 17 out. 2023.

RECIERI. **SELIC x CDI – Série Histórica e Gráfico**. 2023. Disponível em: <https://recieri.com/selic-x-cdi/>. Acesso em: 10 set. 2023.

REICHHELD, Fred. **Vencendo com Propósito: como o NPS pode levar sua empresa a um novo patamar de sucesso**. São Paulo: Benvirá, 2022. 336 p.

SAMOR, Geraldo. EXCLUSIVO: Arezzo compra Reserva e abre avenida de crescimento. **Brazil Journal**. 23 out. 2020. Disponível em: <https://braziljournal.com/exclusivo-arezzo-compra-reserva-e-abre-avenida-de-crescimento/>. Acesso em: 25 out. 2023.

SERRA, Ricardo; WICKERT, Michael. **Valuation: guia fundamental e modelagem em excel**. São Paulo: Atlas, 2021. 336 p.

SOCIEDADE BRASILEIRA DE VAREJO E CONSUMO. **A Geografia do varejo de moda no Brasil**. 2022. 36 p. Disponível em: https://sbvc.com.br/wp-content/uploads/2023/02/A-Geografia-do-varejo-de-moda-no-Brasil_-_Versao-Final.pdf. Acesso em: 14 ago. 2023.

SOCIEDADE BRASILEIRA DE VAREJO E CONSUMO. **O Papel do Varejo na Economia Brasileira**. 2023a. 10. ed. 119 p. Disponível em: <https://sbvc.com.br/10aed-estudo-o-papel-do-varejo-na-economia-brasileira-2023-sbvc/>. Acesso em: 14 ago. 2023.

SOCIEDADE BRASILEIRA DE VAREJO E CONSUMO. **PANORAMA DOS MEIOS DE PAGAMENTO NO VAREJO BRASILEIRO**: na visão das empresas e dos consumidores. 2023b. 4. ed. 46 p. Disponível em: <https://sbvc.com.br/wp-content/uploads/2023/05/4a-Pesquisa-Novos-Meios-de-Pagamento-vfinal.pdf>. Acesso em: 14 ago. 2023.

S&P 500 DATA. **Stock market returns between 1932 and 2022**. 2022. Disponível em: <https://www.officialdata.org/us/stocks/s-p-500/1932?amount=100&endYear=2022>. Acesso em: 17 out. 2023.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Front page**. 2023. Disponível em: <https://home.treasury.gov/>. Acesso em: 17 out. 2023.

World Government Bonds. **United States 10 Years Bond – Forecast**. 2023. Disponível em: <https://www.worldgovernmentbonds.com/bond-forecast/united-states/10-years/#:~:text=The%20United%20States%2010%20Years%20Government%20Bond%20Yield,be%204.258%25%20by%20the%20end%20of%20March%202024.> Acesso em: 06 dez. 2023.