UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Rickson Silva de Souza

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA LOJAS RENNER S.A: EFEITOS DA PANDEMIA DO COVID 19 NO SEGMENTO DE VESTUÁRIO

Rio de Janeiro
2024

Rickson Silva de Souza

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA LOJAS RENNER S.A: EFEITOS DA PANDEMIA DO COVID 19 NO SEGMENTO DE VESTUÁRIO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como exigência para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Professor Dr. Pedro James Frias Hemsley

Rio de Janeiro

2024

CIP - Catalogação na Publicação

S729a

Souza, Rickson Silva de
Análise fundamentalista da Lojas Renner S.A: efeitos da pandemia do covid 19 no segmento de vestuário / Rickson Silva de Souza. -- Rio de Janeiro, 2024.
59 f.

Orientador: Pedro James Frias Hemsley.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2024.

1. Valuation. 2. Finanças Corporativas. 3. Avaliação de Empresas. 4. Fluxo de Caixa Descontado. I. Hemsley, Pedro James Frias, orient. II. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

RICKSON SILVA DE SOUZA

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA LOJAS RENNER S.A: EFEITOS DA PANDEMIA DO COVID 19 NO SEGMENTO DE VESTUÁRIO

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 24/01/2024.

PEDRO JAMES FRIAS HEMSLEY - Presidente

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

ARY VIEIRA BARRADAS

Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

LYNDA CAROLINA PAVÃO

Doutora em Ciências Econômicas pela UERJ

Dedico esse trabalho aos meus pais Paulo Henrique e Marisa Sueli, que foram as pessoas que me ajudaram a chegar até aqui. Sem eles, certamente, eu não conseguiria.

Agradecimentos

A conclusão desse trabalho não seria possível se não fosse, primeiramente, Deus, me ajudando, me dando forças nos dias em que estive desanimado, e me mostrando que tudo era possível.

Agradeço ao meu irmão, Davi Henrique, por ter estado comigo durante todo esse processo, e ter acreditado que eu conseguiria. Muito obrigado!

Agradeço aos meus amigos, pois cada um de vocês foi fundamental para a minha chegada até aqui. Muito obrigado!

Agradeço ao meu orientador, Pedro Hemsley, pois esse trabalho não poderia ser realizado se não fossem os acompanhamentos e conversas com o objetivo de evoluir o trabalho. Muito obrigado!

Por último, com o fim de cumprir o dito popular “encerrar com chave de ouro”, agradeço a minha amada noiva, Caroliny Villarinho. Obrigado por, mesmo enfrentando todas as dificuldades decorrentes da distância, estar sempre me apoiando, me motivando e sendo a minha maior companheira. Espero que, muito em breve, eu colha os frutos da minha graduação para, enfim, poder compartilhar todos eles com você. Muito obrigado!

RESUMO

O tema a ser abordado pela monografia será uma avaliação econômica e financeira da “Lojas Renner S.A”, empresa listada em bolsa. Sendo assim, a monografia tem como intuito encontrar o valor justo para a ação da empresa “Lojas Renner S.A”, a partir do estabelecimento de premissas para realização de projeções em python, comparando com o preço da ação negociado no mercado. Além da avaliação da “Lojas Renner S.A”, o trabalho compreenderá uma análise da dinâmica de funcionamento do segmento de vestuário pré e pós período pandêmico, abrangendo assuntos como mercado consumidor, canais de distribuição, competitividade entre os principais players, drivers envolvidos, regulação do setor, principais barreiras à entrada e demais variáveis dentro desse contexto. Será realizada a avaliação financeira da “Lojas Renner S.A” para os anos de 2018, 2019, 2020, 2021 e 2022, com o objetivo de traçarmos uma trajetória do preço de mercado das ações da empresa versus preço justo estipulado pelo modelo, levando em consideração o valuation realizado para cada ano. Ao final, por meio do modelo, foi possível atestar que a partir de meado do ano de 2022, em todos os cenários (base, conservador e arrojado), as ações da “Lojas Renner S.A” se demonstraram valorizadas em relação ao preço do mercado (comparando o valor da ação encontrado no modelo versus preço da ação no mercado), e esse fato sugere que investir nas ações da empresa, até a presente data, é vantajoso sob o ponto de vista do investidor. Contudo, vale ressaltar que o objetivo do trabalho é focarmos no ano de 2022 e, ao fim, traçarmos uma perspectiva para o fim de 2023. Vale destacar que esse trabalho possui fim acadêmico, portanto, não é uma recomendação de investimento.

Palavras-chave: Valuation; Finanças; Avaliação de Empresas; Fluxo de Caixa Descontado.

ABSTRACT

The theme to be addressed in the monograph will be an economic and financial evaluation of 'Lojas Renner,' a publicly traded company. Thus, the monograph aims to determine the fair value for the shares of 'Lojas Renner S.A.,' based on the establishment of premises for projections in Python, comparing them with the market-traded stock price. In addition to the evaluation of Lojas Renner, the study will encompass an analysis of the dynamics of the apparel sector before and after the pandemic period, covering topics such as the consumer market, distribution channels, competitiveness among major players, involved drivers, sector regulations, main entry barriers, and other variables within this context. The financial evaluation of Lojas Renner S.A. will be conducted for the years 2018, 2019, 2020, 2021, and 2022, with the objective of outlining a trajectory of LREN's stock market price versus fair value, taking into account the valuation conducted for each year. However, it is worth noting that the goal of the study is to focus on the year 2022 and, in the end, to outline a perspective for the end of 2023.Thus, it will be possible to define the best strategies to be followed by the investor over the years. It is worth noting that this work is for academic purposes; therefore, it is not an investment recommendation.

Keywords: valuation; fundamental analysis; discounted cash flow; apparel retailing.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – FCLE ou FCFF 14
Figura 2 - Dados de Apoio 33
Figura 3 – Diagrama de dispersão e reta de regressão linear 34
Figura 4 - Nota explicativa, DFP 2022 36
Figura 5 - Valor das variáveis utilizadas para o Wacc em python 38
Figura 6 - Cálculo do Wacc 39
Figura 7 - Projeções para valuation do ano de 2022 40
Figura 8 – Resultado no cenário base 41
Figura 9 - Resultado no cenário conservador 42
Figura 10 - Resultado no cenário arrojado 43
Figura 11 - Minimização 44
Figura 12 - Crescimento a partir da receita e spread aleatório 45
Figura 13 - Crescimento a partir da média histórica da receita líquida 46
Figura 14 - Crescimento a partir do spread aleatório 47
Figura 15 - Variável de calibração 48
Figura 16 - Crescimento com efeito de minimização 48
Figura 17 - Crescimento com a receita líquida inerte 49
Figura 18 - Crescimento com a média histórica da receita líquida + ... 50

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 - Fluxo de caixa livre descontado para a empresa 14
Equação 2 – CAPM 16
Equação 3 – Beta 17
Equação 4 - Wacc 18
Equação 5 - Perpetuidade ou valor terminal 19
Equação 6 - Crescimento projetado 31
Equação 7 - Cálculo do Peso do Equity 33
Equação 8 - Cálculo do Peso do Debt 33
Equação 9 - Cálculo do Custo de Capital Próprio 35
Equação 10 - Cálculo da representatividade da dívida 37
Equação 11- Cálculo do Custo da Dívida 37
Equação 12 - Minimização 43

SUMÁRIO

1 **INTRODUÇÃO** **11**

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA **13**

2.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO 13

2.2 FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA (FCFF) 14

2.3 FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA O ACIONISTA (FCFE) 15

2.4 CAPM (KE) 15

2.5 CUSTO DO CREDOR (KD) 16

2.6 RETORNO DO ATIVO LIVRE DE RISCO (RF) 16

2.7 BETA DO ATIVO (ß) 17

2.8 PRÊMIO DE RISCO DA CARTEIRA DE MERCADO 17

2.9 PRÊMIO-PAÍS (PP) 18

2.10 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL) 18

2.11 PERPETUIDADE 19

2.12 ENTERPRISE VALUE 19

2.13 EQUITY VALUE 20

2.14 TRIGGER DE UPSIDE 20

2.15 CAPEX 20

2.16 EBIT 20

2.17 MARKET CAP 21

2.18 NECESSIDADE CAPITAL DE GIRO 21

3 METODOLOGIA **22**

4 SETOR **23**

4.1 DESCRIÇÃO DO SETOR 23

4.2 SEGMENTO VESTUÁRIO E CALÇADOS NO BRASIL 24

4.2.1 Barreiras à entrada 25

4.2.2 Mercado consumidor, clientes e canais de distribuição do segmento 26

4.2.3 Políticas de preços 26

4.2.4 Regulamentação do mercado 27

4.2.5 A concorrência na indústria 28

5 ESTUDO DE CASO 29

5.1 SOBRE A EMPRESA 29

5.2 TRIGGERS E PRINCIPAIS RISCOS DA EMPRESA 29

5.3 AVALIAÇÃO ECONÔMICA E FINANCEIRA 30

5.3.1 Estrutura da avaliação financeira em python 30

5.3.2 Introdução ao valuation 32

5.3.3 Decomposição do wacc 34

5.3.4 Projeção 39

5.3.5 Resultado numérico 41

5.3.6 Minimização 43

5.3.7 Apresentação gráfica dos resultados 44

5.3.8 Estratégia de investimento 50

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS 53

REFERÊNCIAS 52

APÊNDICE A – CÓDIGO EM PYTHON PARA *VALUATION* LREN S.A 55

1 INTRODUÇÃO

Esse trabalho tem como objetivo responder “Qual o valor justo da Lojas Renner S.A em 2022?”, projetando diversos cenários utilizando o python, que levam em consideração o comportamento do preço da ação de acordo com o seu Custo Ponderado Médio do Capital (WACC, em inglês), com o seu Beta e com a projeção do crescimento da receita líquida apresentada pela empresa a cada ano.

Chegaremos ao valor justo da empresa “Lojas Renner” e, assim, será possível traçar uma estratégia (com fins didáticos) para o leitor obter lucros por meio da compra ou venda da ação da Companhia. Ainda nesse sentido, essa pesquisa será importante para compreender se o valor de mercado das ações da empresa negociadas em bolsa dentro do período analisado, está alinhado com o valor da firma expresso por meio da análise de seus fundamentos.

O trabalho de conclusão servirá como base para futuros estudos relacionados à empresa “Lojas Renner S.A”, e ao setor varejista, que se encontra em constante expansão no mercado brasileiro. Em complemento, o código em python utilizado para a realização do trabalho será disponibilizado com o fim de ser possível realizar novos experimentos no modelo.

Assim, será feita uma “Análise Fundamentalista” da empresa, utilizando o método Discounted Cash Flow (DCF) ou modelo de “fluxo de caixa descontado” (FCD), que leva em consideração os fundamentos da empresa, projetando seus fluxos de caixa ao futuro trazendo a valor presente descontados a uma taxa de desconto. Nesse sentido, uma Análise Fundamentalista pode ser feita duas maneiras distintas: Top-Down ou Bottom-Up.

Segundo Alexandre Póvoa (2021), a análise top-down (de cima para baixo) baseia-se na crença que a influência básica do valor de uma ação advém predominantemente de fatores macroeconômicos que influenciam diretamente o desempenho da Companhia. Para ele, a diferença conceitual entre esse método e a visão chamada de “bottom-up” baseia-se no fato de que as decisões de compra e venda podem ser tomadas primordialmente a partir do horizonte mais genérico de informações, antes de qualquer tipo de projeção mais detalhada no impacto na valuation.

Por outro lado, Póvoa (2021) define a análise “bottom-up” (de baixo para cima) como uma análise que usa todas as variáveis disponíveis para, dentro de um modelo determinado, calcular o valor justo de uma Companhia.

Para a elaboração desse trabalho, será realizada uma análise “top-down”, levando em consideração diversos fatores macroeconômicos que influenciam na performance da empresa avaliada.

Vale ressaltar que a escolha da “Lojas Renner S.A” para a realização desse trabalho foi pautada em fatos que apontam que a empresa obteve sucesso em sua estratégia durante e após a pandemia do COVID 19. A grande representatividade da Lojas Renner nos estabelecimentos físicos e digitais, e a constante expansão no mercado, sobretudo em relação aos investimentos em inovação tecnológica e em seus canais de distribuição, tendo como resultado o ganho de market share ao longo dos anos, nos mostra que a estratégia utilizada pela empresa para obter vantagens competitivas em relação aos seus concorrentes no mercado foi eficaz.

Sendo assim, por meio desse trabalho acadêmico foi possível comprovar que a ação da “Lojas Renner S.A”, a partir do último ano (ao longo do ano de 2022) até a data desse trabalho, está sendo negociada no mercado abaixo do valor justo econômico (encontrado por meio do modelo), pois, ao fim chegamos à conclusão que em todos os cenários projetados pelo modelo (base, conservador e arrojado), a “Lojas Renner S.A” demonstra ter um valor justo econômico acima do valor estipulado pelo mercado.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Segundo Serra e Wickert (2017), o conceito central por trás dessa técnica é que algo tem valor proporcional ao seu potencial de gerar caixa. Assim, o valor de um ativo seria uma consequência dessa potencialidade de geração de caixa e poderia ser inferido trazendo o fluxo de caixa potencial a valor presente por uma taxa de desconto ajustada pelo risco atribuído ao mesmo fluxo de caixa.

Ainda segundo Serra e Wickert (2017), o fluxo de caixa para os investidores é o mesmo fluxo de caixa do negócio, pois o negócio sendo financiado pelos investidores (credores e acionistas), ambos os fluxos de caixa são chamados de fluxo de caixa operacional. Ao realizar um valuation por meio do fluxo de caixa livre, temos dois pontos de vistas: o primeiro ponto, é o fluxo de caixa livre dos investidores (em inglês conhecido como FCFF), esse olha para o negócio como um todo; o segundo, o ponto de vista apenas dos acionistas (em inglês conhecido como FCFE), que olha apenas para a parcela do acionista no negócio.

Para Costa, Costa e Alvim (2010), o modelo de avaliação por meio do fluxo de caixa descontado, que é baseado no fluxo de caixa da empresa (FCFF – Free Cash Flow to Firm, em inglês) ou no fluxo de caixa do acionista (FCFE – Free Cash Flow to Equity, em inglês), é considerado mais abrangente no que tange à modelagem de informações relevantes do ponto de vista econômico e financeiro. A necessidade da realização de uma análise completa dos demonstrativos financeiros da empresa, obtém, consequentemente, um resultado mais próximo da realidade, e esse fato faz com que esses modelos se tornem os preferidos dos analistas financeiros na tarefa de valorar uma empresa.

A equação abaixo é utilizada para chegarmos ao valor da firma através do método de Fluxo de Caixa da Empresa, onde trazemos a valor presente os fluxos futuros, descontados pelo custo ponderado médio do capital, que será definido nos próximos capítulos. Esse é o método que será utilizado para a realização desse trabalho.

Equação 1 - Fluxo de caixa livre descontado para a empresa

$$\text{Valor da firma} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Fluxo\ de\ caixa\ livre\ para\ a\ empresa\ (FCLE_t)}{(1 + WACC)^t}$$

2.2 FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA (FCFF)

Póvoa (2021) deixa claro que o fluxo de caixa para a firma abrange todo o fluxo de caixa da empresa a ser distribuído entre os credores e acionistas sob a forma de juros e dividendos. A versão para a língua inglesa é free cash flow to the firm (FCFF), referindo-se aos possuidores de "interesses" na firma, ou seja, aos detentores de capital próprio ou de terceiros na empresa. A construção do FCFF, por 'pertencer' tanto aos acionistas quanto aos credores (terceiros), parte do lucro operacional após os impostos (ponto em que os credores ainda não foram pagos).

Para simplificar, Póvoa (2017) destaca que a diferença inicial dos fluxos de caixa para o acionista e a firma reside exatamente em seu ponto de partida. Enquanto a elaboração do Free Cash Flow to Equity (FCFE) começa pelo lucro líquido, o FCFF começa sua história do lucro operacional (em inglês, EBIT), assim como ilustra a figura abaixo.

Figura 1 – FCLE ou FCFF

Receita Operacional Líquida
(-) Custos e Despesas Operacionais
(=) Resultado Antes do Resultado Financeiro (EBIT)
(+) Depreciação e Amortização
(=) EBITDA
(-) Investimentos (Capex)
(+) Necessidade de Capital de Giro
(=) Fluxo de Caixa Livre da Empresa

Fonte: Damodaran (2019)

2.3 FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA O ACIONISTA (FCFE)

Conforme Póvoa (2017), o fluxo de caixa livre para o acionista (FCLA) contempla apenas o que sobra do fluxo de caixa da empresa para ser distribuído para os detentores do capital próprio, após o pagamento de juros para os credores. A versão em inglês para o fluxo de caixa para o acionista é free cash flow to the equity (FCFE).

Portanto, toda vez que nos referirmos a FCFE, nos remeteremos ao fluxo de caixa pertencente exclusivamente aos acionistas. A construção do FCFE, por "pertencer" apenas aos acionistas, parte do lucro líquido, assim como nos mostra a imagem abaixo.

Figura 2 – FCLA ou FCFE

Lucro Líquido
(+) Depreciação
(-) Mudança no capital de giro
(-) Investimentos (Capex)
(-) Pagamento do principal da dívida
(+) Novas captações de dívidas
(=) Fluxo de Caixa Livre do Acionista

Fonte: Cunha, et al. (2014)

2.4 CAPM (KE)

Para Kobori (2019), o CAPM é o método de precificação de ativos mais utilizado pelo mercado. Ele parte do pressuposto de que todos os investidores têm as mesmas informações sobre os ativos e que não há custos de transação e impostos, além de supor um único horizonte de tempo na expectativa desses investidores.

Vale ressaltar que o risco de um ativo está em função de como ele "covaria" em relação à carteira de mercado, medido pelo beta (ß). Abaixo, a equação utilizada para o cálculo do custo de capital próprio.

Equação 2 – CAPM

$$Retorno\ exigido\ do\ capital\ próprio\ (ke) = rf + pp + \beta(rm - rf)$$[1]

Em que:

rf = taxa livre de risco

pp = prêmio país

β = beta da empresa

rm = retorno do mercado de ações

2.5 CUSTO DO CREDOR (KD)

Segundo ASSAF (2014), o custo de capital de terceiros é o custo que recompensa o capital investido na empresa por meio de financiamentos ou empréstimos. Assim, há uma ligação direta entre o risco de inadimplência da empresa e a taxa básica de juros da economia, pois quanto maior a taxa básica de juros da economia (taxa selic), pelo fato dos juros bancários terem como base essa taxa, maior a remuneração cobrada pelos bancos para conceder empréstimos ou financiamento e, por conseguinte, eleva-se o custo de capital de terceiros.

Assim, o risco de inadimplência é elevado, visto que aumentos sucessivos dos juros bancários podem levar a empresa à incapacidade de cumprir com suas obrigações financeiras.

2.6 RETORNO DO ATIVO LIVRE DE RISCO (RF)

É a taxa “livre” de risco, ou seja, o ativo que possui menor risco do emissor não honrar o pagamento. No Brasil, esses ativos são considerados os títulos do Tesouro Nacional, taxa expressa pela Selic, mas, é possível realizar o valuation utilizando títulos do tesouro americano acrescentado de um spread de risco, que representa o risco de investir numa empresa sediada no Brasil.

[1] Conhecido como ERP = Equity Risk Premium

Damodaran (2009) diz que taxa livre de risco significa a taxa de retorno de um dado investimento que podemos esperar, tendo certeza.

Copeland (2002) recomenda o uso da taxa dos títulos de dez anos (ou mais longo), pois é uma taxa de longo prazo que, geralmente, se aproxima da duração do fluxo de caixa da empresa avaliada, e se aproxima também da duração da carteira de índice do mercado acionário.

2.7 BETA DO ATIVO (ß)

É o coeficiente de risco do ativo em relação à carteira de mercado. O beta é a medida de quanto um ativo varia em relação à variação do mercado. Por exemplo, se durante o período avaliado o índice Bovespa variar 1%, e nesse mesmo período o ativo variar 1,2%, o seu beta será 1.2. Um beta de 1,2 significa que o ativo varia 1.2 vezes o que variar o índice de mercado.

Equação 3 – Beta

$$\beta_{p=} \frac{Cov(r_p, r_b)}{Var(r_{b)}}$$

Em que:

β_p = beta da empresa

r_p= retorno do ativo

r_b= retorno do mercado

2.8 PRÊMIO DE RISCO DA CARTEIRA DE MERCADO

A diferença entre a taxa livre de risco e o retorno da carteira de mercado é o prêmio de risco.

2.9 PRÊMIO-PAÍS (PP)

É costume usar como parâmetro para o prêmio-país a diferença entre o retorno até o vencimento de um título emitido pelo governo brasileiro (YTMbr) e o retorno até o vencimento de um título emitido pelo governo americano (YTMus). O prêmio-país também é chamado de Risco-País, e é calculado pelo banco JP Morgan.

2.10 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL)

O Custo Médio Ponderado de Capital diz respeito ao retorno exigido pelos acionistas de uma empresa sobre o capital que investiram para que esta consiga financiar suas atividades.

Póvoa (2003) afirma que o Custo Médio Ponderado de Capital (a sigla em inglês é WACC) reflete a composição ponderada do custo do capital próprio e da dívida, de acordo com suas respectivas participações no capital total. Assim, o Custo Médio Ponderado de Capital pode ser representado da seguinte forma:

Equação 4 - Wacc

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times kd \times (1-t) + \frac{E}{D+E} \times ke$$

Sendo que:

D = Volume em dinheiro que o credor investiu na empresa

E = Volume em dinheiro que o acionista investiu na empresa

D + E = Capital total da empresa

Kd = Custo de capital do credor

(1-t) = Benefício fiscal

Ke = Custo do capital do acionista

2.11 PERPETUIDADE

Segundo Damodaran (2012), quando a empresa atinge certo grau de maturidade, nos vemos impossibilitados de estimar os fluxos de caixa futuros indefinidamente. Nesse sentido, a discussão a respeito do valor do crescimento na perpetuidade (valor terminal) é fundamental.

Assim, assumindo que a empresa continuará suas operações para sempre, estimamos uma taxa "g" para o seu crescimento "perpétuo". Na maior parte dos casos, o valor considerado para "g" é o PIB real do país. O cálculo da perpetuidade é representado na equação abaixo:

Equação 5 - Perpetuidade ou valor terminal

$$Perpetuidade\ (valor\ terminal) = \left[\frac{FCLE_t \times (1+g)}{\frac{(WACC-g)}{(1+WACC)}}\right]^n$$

Onde:

$FCLE_t = fluxo\ de\ caixa\ livre\ da\ empresa, sendo\ t = último\ período\ da\ projeção$;

g = taxa de crescimento;

WACC = O custo médio ponderado do capital;

n = número de períodos projetados.

2.12 ENTERPRISE VALUE

É a soma do valor de mercado das ações de uma empresa com sua dívida líquida, menos o caixa e equivalentes. Basicamente, o Enterprise Value é o preço que o comprador teria que pagar para adquirir os ativos da empresa com exceção do seu caixa e assumir todas as suas dívidas.

2.13 EQUITY VALUE

O Equity Value, que em português significa “Valor Patrimonial”, é representado pelos valores devidamente pertencentes aos acionistas de uma empresa, e essa mensuração é calculada tomando o valor da empresa, somando-se todos os seus ativos e subtraindo esse número pelos passivos da Companhia em questão.

2.14 TRIGGER DE UPSIDE

O termo “Trigger” é utilizado para definir o motivo que desencadeou algum movimento de ação ou indicador, para baixo ou para cima. Por outro lado, “Upside” define o potencial de valorização de determinado ativo. Portanto, o conceito de “Trigger de Upside” é utilizado para definir o motivo que levou um ativo a ter um movimento de alta, ou seja, uma valorização.

2.15 CAPEX

O termo “CAPEX” é originado da expressão inglesa “Capital Expenditure”, que pode ser definida como Despesas de Capital ou Investimentos em Bens de Capitais. O “Capex” é um custo que existe para manter ou expandir o escopo das operações de uma empresa.

2.16 EBIT

O EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) ou Lucro Antes de Juros e Impostos (em português), é uma medida financeira utilizada para avaliar a lucratividade operacional de uma empresa, excluindo os efeitos de itens financeiros, como juros e impostos.

2.17 MARKET CAP

O “Market Cap”, também chamado de “capitalização de mercado” ou “valor de mercado”, é um indicador econômico utilizado para determinar o valor de uma empresa no mercado. A partir dele é possível estimar o quanto os investidores acreditam que ela vale.

2.18 NECESSIDADE CAPITAL DE GIRO

A Necessidade de Capital de Giro (NCG) é o valor mínimo que uma empresa precisa ter em seu caixa para garantir que sua operação (compra, produção e venda de produtos ou serviços) não pare por falta de recursos.

3 METODOLOGIA

Para a construção desse trabalho, será realizada uma análise Top-Down (de cima para baixo), onde iniciaremos com a análise do setor que a firma está inserida, e concluiremos com a análise qualitativa e financeira da empresa avaliada. Então, no primeiro momento, será abordado a descrição do setor em que a Companhia se encontra, abrangendo os diversos fatores que influenciam na performance da empresa em seu mercado de atuação.

Posteriormente, serão abordados aspectos relacionados ao setor varejista e, em seguida, o segmento de vestuário, o mercado consumidor, a regulamentação do mercado, a perspectiva do setor e os riscos, respectivamente.

A empresa será analisada minuciosamente, com o fim de ser destacada suas atividades, assim como as suas vantagens competitivas, as principais diferenças ao comparada com os outros players desse mesmo segmento (concorrentes), entre outros aspectos importantes.

Por último, haverá apresentação do resultado da aplicação do método de fluxo de caixa descontado para a Lojas Renner realizado em python por meio da ferramenta google colab e, a partir dos resultados obtidos, o valor será comparado com a cotação da ação na data base para sabermos se o houve um upside ou um downside em relação ao valor estimado por meio da análise de seus fundamentos.

4 SETOR

4.1 DESCRIÇÃO DO SETOR

Segundo a Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo (SBVC)[2], o varejo é toda atividade econômica da venda de um bem ou de um serviço para o consumidor final. Resumidamente, o varejo é toda transação entre um CNPJ e um CPF.

Para Kotler (2012), o varejo inclui todas as atividades relativas à venda de bens e serviços diretamente ao consumidor final, para uso pessoal.

Nesse sentido, Richter (1954) define o varejo como processo de compra de produtos em quantidade relativamente grande dos produtores atacadistas e outros fornecedores, e posterior venda em quantidades menores ao consumidor final.

No que tange à definição do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), em sua Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), o varejo é dividido em dois grupos: Varejo Restrito e Varejo ampliado. Assim, o varejo ampliado engloba todo o Varejo Restrito, além das lojas de material de construção e as concessionárias de veículos.

De modo geral, segundo o relatório da Pesquisa Mensal de Comércio (PMC), publicada em setembro[3], o setor varejista apresentou resultados mais positivos em 2023 em relação aos últimos anos (desde a pandemia). De acordo com o relatório do IBGE (2023), o comércio varejista brasileiro tem enfrentado um cenário mais positivo neste ano, por conta da melhora em fatores como a inflação, concessão de crédito e mercado de trabalho.

Dessa forma, ainda conforme o mesmo relatório, apesar da queda na inflação ter sido um fator essencial para a melhora do setor, a expansão na concessão de crédito às pessoas físicas juntamente com a queda no desemprego (aumento de pessoas trabalhando), e outros fatores como elevação na massa de renda em circulação na economia e a desvalorização do dólar ante o real, também foram determinantes para o cenário favorável em 2023.

Por fim, vale destacar que o setor ainda está se recuperando de um passado recente (últimos três anos) onde a recessão econômica, o aumento do desemprego e a instabilidade

---

[2] sbvc.com.br

[3] https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/38268-em-setembro-vendas-no-varejo-crescem-0-6

política, afetaram o poder de compra dos consumidores, havendo como resultado a redução do consumo e, consequentemente, a queda das vendas do varejo.

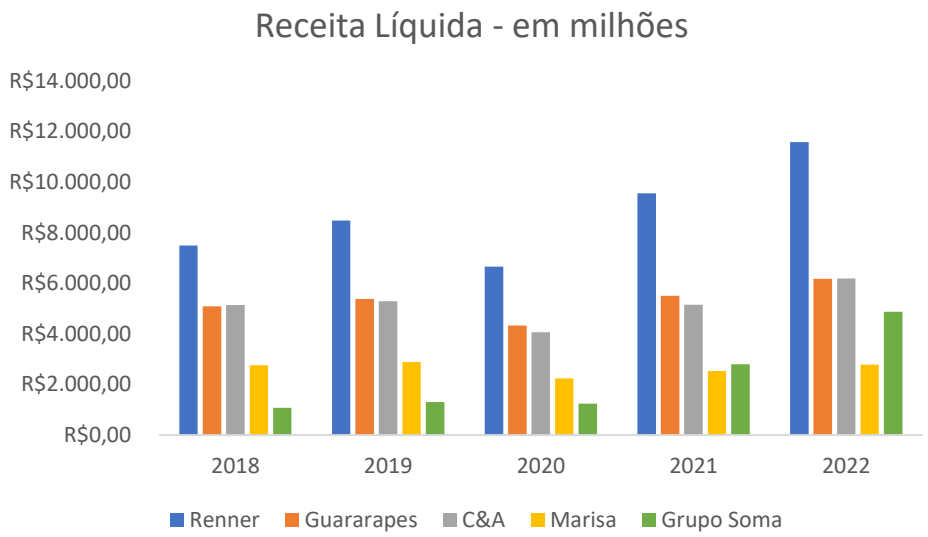
4.2 SEGMENTO VESTUÁRIO E CALÇADOS NO BRASIL

O segmento de vestuário (e moda) possui uma grande relevância dentro do setor varejista, sendo responsável por uma parte expressiva do PIB. Entretanto, o contexto da pandemia foi extremamente prejudicial ao segmento como um todo, sendo observada uma redução média de 60,1% na receita líquida das empresas menores e, em alguns casos, chegando até mesmo em mais de 80% de redução.

O movimento de queda da receita líquida das firmas impulsionou uma nova abordagem estratégica das empresas do varejo, marcado por um forte crescimento do e-commerce.

O gráfico abaixo mostra a queda da receita líquida das principais empresas do setor seguida de um aumento da receita líquida estimulado pelo crescimento da demanda após a vacinação (2021), atrelada à evolução do e-commerce de 2018 a 2022.

Gráfico 1 - Receita líquida LREN x Players



Fonte: Elaboração própria (2023), com base no RI das empresas

É fato que o início da vacinação e da flexibilização do isolamento social foram essenciais para uma resposta da indústria por meio do aumento do consumo em lojas físicas e, consequentemente, um aumento da receita líquida dos players.

A visita às lojas físicas é tida como uma das principais opções ao efetuar uma compra, visto que ao realizar uma compra virtualmente há problemas como a falta de padronização dos tamanhos e da numeração. Nesse sentido, como uma tentativa para contornar esse problema, o serviço e-commerce adotou políticas de troca grátis com o intuito de atrair uma maior parcela do mercado consumidor. Porém, os efeitos dessas políticas na indústria não foram suficientes.

4.2.1 Barreiras à entrada

Por conta da indústria de vestuário possuir baixas barreiras à entrada, o mercado se torna extremamente fragmentado, tendo como consequência uma indústria onde há forte competição por meio da guerra de preços. Dessa forma, barreiras como economias de escala, diferenciação do produto (marca), necessidade de capital de giro, custo de mudança e dificuldade de acesso aos canais de distribuição, não são fortes o suficiente para impedir a entrada de novas empresas no mercado.

As principais barreiras nesse mercado são relacionadas à diferenciação de produto e da marca, entretanto, constantemente novas empresas (nacionais) conseguem o acesso ao mercado por meio de uma forte política de marketing atrelada à expansão dos canais de distribuição.

No que diz respeito às empresas internacionais, barreiras como burocracia local, problemas logísticos, custos trabalhistas, carga tributária e a proteção do governo brasileiro contra importações (por meio de impostos ou leis), passam a estar mais presentes; contudo, são facilmente superadas com a entrada de empresas com fortes marcas, com o know-how diferenciado ou com produtos fortemente competitivos que, geralmente, possuem alto grau de complexidade.

A ausência de economia de escala é a consequência de haver um mercado consumidor muito heterogêneo - idade, renda, tamanho, formato do corpo, gostos, estilos e cultura – e, também, da grande variedade que o segmento de vestuário pode assumir na linha de produtos - camisa, camiseta, blusa, blusão social, jaqueta, camisola, calça, short e cor, etc.

Por outro lado, essa ausência também pode ser explicada pelo frequente lançamento de diferentes produtos (diferentes coleções ao longo do ano e ao passar das estações), pelas flutuações irregulares nas vendas, pelo custo de estoque relevante (a produção da empresa necessita acompanhar a frequência das vendas, o que faz com que dificulte os ganhos de escala), pela queda acentuada no valor do estoque residual (o fato do valor das peças que estão em estoque serem altamente reduzidos ao fim de cada coleção ou estação do ano) e pelo denso conteúdo criativo exigido, pois é exigido um grande grau de criatividade para o alcance desse público heterogêneo, o que dificulta o ganho de escala.

4.2.2 Mercado consumidor, clientes e canais de distribuição do segmento

Pelo fato de todo cidadão necessitar de vestimentas, o mercado consumidor desse segmento acaba sendo a própria população, tanto no território nacional quanto em territórios estrangeiros. Fatores como o nível de renda, gênero e idade são os principais diferenciais que definem o público alvo específico de cada empresa.

De acordo com o relatório anual da Lojas Renner [4](apresentado ao final de 2022), os principais canais de distribuição são por meio das lojas físicas, com a maioria delas localizadas nos centros urbanos. Então, esse segmento é caracterizado, principalmente, pelas vendas no varejo físico, as quais compõem grande parte da receita total das empresas.

No entanto, após o início da pandemia, conforme o relatório anual (2021) da empresa, o e-commerce ganhou força como canal de distribuição nas empresas do varejo, crescendo sua participação nas receitas e alavancando o desenvolvimento do segmento.

4.2.3 Políticas de preços

Por serem consumidores finais, ou seja, não participarem do processo produtivo do produto, os consumidores possuem um baixo poder de barganha em relação ao preço do produto final.

[4] https://lojasrenner.mzweb.com.br/info-aos-investidores/central-de-resultados/

Nesse mesmo viés, os fornecedores do mercado de vestuário também possuem um fraco poder de barganha, que se deve ao fato de atuarem numa indústria extremamente fragmentada, onde grande parte dos fornecedores são de pequeno porte (e fragmentados), o que faz com que esses tenham um fraco poder de barganha sobre os varejistas e comerciantes revendedores.

Consequentemente, o preço pago pelo consumidor é dado pelos varejistas e pelos comerciantes revendedores do produto.

4.2.4 Regulamentação do mercado

Apesar de não ser um mercado fortemente regulamentado, as ações governamentais são importantíssimas, sobretudo para que as empresas de pequeno e médio porte possam permanecer atuando auferindo lucros positivos. No que diz respeito às empresas de grande porte, as ações do governo são fundamentais para a expansão de escala, possibilitando a diminuição dos custos arcados pelas empresas.

Nesse sentido, a regulamentação governamental é essencial para garantir a competitividade da indústria, assim como foi feito, por exemplo, com a adoção do Plano Brasil Maior[5]; além disso, a regulamentação é fundamental para a mitigar externalidades por meio do controle regulatório de fatores sustentáveis, definindo padrões de certificação de qualidade do ar (limites para a poluição atmosférica), e implementando padrões com o intuito de evitar a poluição da água.

No caso da regulamentação sobre o uso da energia, por exemplo, a exigência da utilização de energias renováveis ou até mesmo a taxação sobre os combustíveis, também são fatores que influenciam fortemente a indústria.

Por fim, ações governamentais que visem controlar a indústria por meio de isenções fiscais ou do aumento da carga tributária, e medidas protecionistas visando a diminuição de produtos importados (máquinas, equipamentos ou matéria prima), também afetam diretamente o funcionamento do segmento de vestuário.

---

[5] Programa do governo federal brasileiro, lançado em 2021, com o fim de aumentar a competitividade da indústria nacional, tendo o lema “Inovar para competir. Competir para crescer”. Nesse plano, foram tomadas medidas como a permissão para desconto imediato dos impostos pagos na aquisição de máquinas para a indústria e a desoneração da folha de pagamento para os setores que empregam grande volume de mão de obra, como os de confecção, calçados, móveis e programas de computadores.

4.2.5 A concorrência na indústria

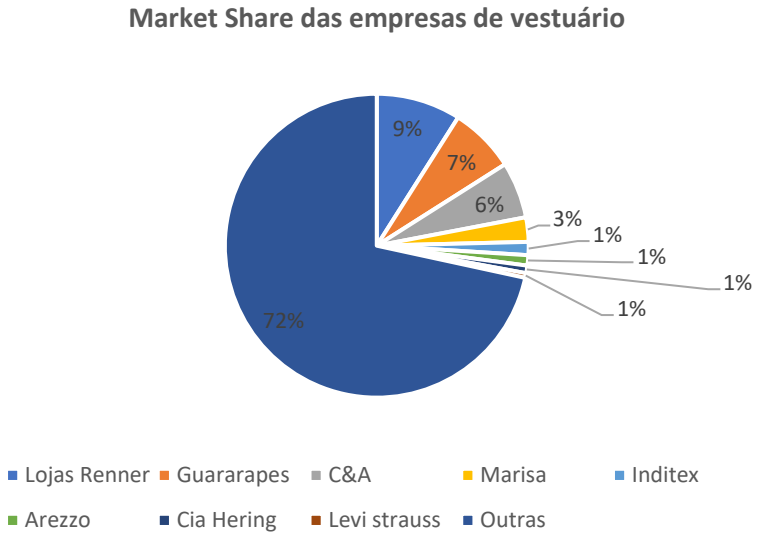
Em síntese, a fragmentação do segmento é causada, principalmente, por um mercado consumidor muito heterogêneo, pela grande variedade de linhas e produtos, e pelos frequentes lançamentos de novos produtos.

Assim, a indústria conta com um fácil acesso de novas empresas, intensificando a rivalidade entre os concorrentes. Ainda que os motivos para a fragmentação por vezes sejam superados pelas grandes empresas, há questões inerentes ao mercado que não podem ser transformadas pelas mesmas.

Segundo a redatora Priscila Yazbek da infomoney (2021), no Brasil, as 5 principais empresas do mercado de vestuário representam apenas 26,01% do segmento, enquanto em países como o Reino Unido, as cinco maiores empresas detêm 45,6% do Market Share; no México, 43,2%; na Espanha, 40,3%; e em Portugal, 39%.

Dessa forma, uma pequena parcela do mercado concentrada nas 5 principais empresas, ilustra um mercado extremamente fragmentado, e com um potencial espaço para as maiores empresas apresentarem ganho de Market Share.

Gráfico 2 - Market Share das empresas



Fonte: Elaboração própria (2023), com base na Infomoney

5 ESTUDO DE CASO

5.1 SOBRE A EMPRESA

A Renner é uma empresa fundada por um grupo conhecido como A. J. Renner (grupo criado por Antônio Jacob Renner) em 1922, em Porto Alegre (RS), e inicialmente era destinada à comercialização de artigos têxteis. Em 1940, a empresa adotou a estratégia de dividir a loja em departamentos. A partir de 1965, foi iniciado esse formato de lojas independentes, adquirindo uma metodologia parecida com o que é vista hoje por meio da constituição da Companhia "Lojas Renner S.A".

Atualmente, com o slogan "Você tem o seu estilo. A Renner tem todos", e atuando no mercado e-commerce desde 2010, a Companhia Lojas Renner S.A é a maior varejista do segmento de vestuário do Brasil, ou seja, é líder de mercado no segmento de vestuário, possuindo mais de 600 lojas em operação apenas no Brasil. Além da Renner, o grupo econômico possui outras lojas, sendo a Camicado (adquirida em 2011), a Youcom (lançada em 2013) e a Ashua (lançada em 2016). Em 2021 e em 2022, a Companhia adquiriu o Repassa, plataforma de revenda de vestuário, calçados e acessórios, atualmente o maior brechó online do Brasil, e a Uello, uma logtech nativa digital de entregas.

5.2 TRIGGERS E PRINCIPAIS RISCOS DA EMPRESA

Dentre os principais *triggers* de upside tidos pela empresa, pode-se citar o consumo das famílias, e os níveis de emprego e de renda dos consumidores. Já em relação aos potenciais riscos envolvidos (downsides), podemos elencar as dificuldades de acesso ao crédito, e a alta dos juros e da inflação, que fazem com que as famílias contraiam o seu consumo.

Um dos principais riscos identificados pela empresa, segundo os seus relatórios publicados (2021[6] e 2022[7]), é a possibilidade de uma nova onda pandêmica, pois poderia afetar negativamente diversas variáveis macroeconômicas, afetando não apenas os custos e receitas, mas também a confiança dos agentes em diversos segmentos da economia como um todo.

Além disso, esse impacto negativo direto sobre o lucro das empresas seria maximizado pela queda do consumo das famílias, visto que uma nova pandemia poderia prejudicar tanto os próprios funcionários da empresa, quanto os clientes e as famílias desses.

Paralelamente, outro grande risco enfrentado é o de possíveis ataques cibernéticos, tendo como consequência o vazamento de informações confidenciais, fraudes, indisponibilidades de sistemas e outros danos à Companhia de modo geral.

5.3 AVALIAÇÃO ECONÔMICA E FINANCEIRA

5.3.1 Estrutura da avaliação financeira em python

Foi realizado o valuation da Lojas Renner nos anos de 2018, 2019, 2020, 2021 e 2022. Para isso, em primeiro lugar, foi necessário definir as premissas.

Após a definição das premissas e da importação dos dados no google colab, foi realizado o cálculo do peso do equity (patrimônio líquido) e do debt (dívida) para compreendermos a estrutura do capital da empresa. Em seguida, foi calculado o Beta, o CAPM e o WACC de cada ano (assim como o peso do equity e debt).

Ao ter concluído toda a base para as projeções do valuation, foi feita a projeção da receita líquida (esse item é possível modelar por meio de uma expressão algébrica), despesas, capex, necessidade de capital de giro, e de todos os itens necessários para o valuation de cada ano.

---

[6] https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/13154776-9416-4fce-8c46-3e54d45b03a3/8e448522-b900-0ccf-e773-cb7a153e41ef?origin=1

[7] https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/13154776-9416-4fce-8c46-3e54d45b03a3/ab35e3d8-9c71-18a0-3899-fb6c0dbb0f6e?origin=

Para a receita líquida do ano de 2022 (ano utilizado como exemplo para os demais), foi criada uma variável chamada “input_crescimento_anual_22”, onde foram escolhidos manualmente valores com o intuito de definirmos o crescimento da receita líquida do período projetivo. Por exemplo, para realizar o valuation de 2022, foi necessário projetarmos o fluxo (fluxo de ganhos e perdas financeiras descrito no parágrafo anterior) para cinco anos à frente (até 2027).

Em relação à projeção da receita líquida, os valores escolhidos “manualmente” para a variável “input_crescimento_anual_22”, foram utilizados para encontrar o valor projetado da receita do período seguinte. Abaixo, o exemplo simplificado [8] do modelo utilizado para a projeção da receita por meio dos valores escolhidos manualmente:

Equação 6 - Crescimento projetado

$$Receita\ líquida\ em\ 2023 = Receita\ Líquida\ em\ 2022\ x\ (1 + input_crescimento_anual_22)$$

$$Receita\ líquida\ em\ 2024 = Receita\ Líquida\ em\ 2023\ x\ (1 + input_crescimento_anual_22)$$

$$Receita\ líquida\ em\ 2025 = Receita\ Líquida\ em\ 2024\ x\ (1 + input_crescimento_anual_22)$$

$$Receita\ líquida\ em\ 2026 = Receita\ Líquida\ em\ 2025\ x\ (1 + input_crescimento_anual_22)$$

$$Receita\ líquida\ em\ 2027 = Receita\ Líquida\ em\ 2026\ x\ (1 + input_crescimento_anual_22)$$

O mesmo método foi utilizado em todos os anos em que foram realizados os valuations.

Assim, após a projeção dos fluxos, foi possível trazer a valor presente os fluxos de caixa da firma (FCFF) descontados pelo WACC, calculado anteriormente e, ao final, chegamos ao valor justo da ação da empresa.

[8] Essa equação apresentada se encontra em sua forma simplificada, pois a expressão numérica completa elaborada no modelo permite que a projeção da receita seja realizada de diversas maneiras diferentes como por meio da utilização da média histórica dos últimos anos, por meio da geração de um “spread” aleatório definidos após a definição de um limite inferior e um limite superior, entre outras formas.

Após ter encontrado o valor justo da ação da Lojas Renner em cada ano (de 2018 a 2022) através dos resultados dos valuations, traçarmos uma trajetória onde é refletido o resultado do valuation de cada ano versus o preço de mercado da ação em cada ano (de 2018 a 2022).

Em seguida, após definirmos o valuation do seu respectivo ano, foi possível, enfim, minimizarmos a diferença entre o valor justo da ação e o preço de mercado dos anos de 2018, 2019, 2020, 2021 e 2022.

O objetivo da "minimização" foi obtermos a menor diferença possível ao subtrairmos o preço de mercado do valor justo da empresa. Por meio da mudança dos valores escolhidos na variável "input_crescimento_anual_22" e, por conseguinte, da alteração no crescimento projetado da receita líquida, essa diferença poderia aumentar ou diminuir.

Por último, com fins didáticos, foi traçada uma estratégia de investimento na ação da Renner ao longo dos anos (tendo como pressuposto que os valores entre o valuation e o preço de mercado não sejam minimizados).

Com o fim de explanar a forma a qual foram realizados os valuations, foi utilizado como exemplo apenas o ano de 2022 na elaboração desse trabalho. Caso o leitor queira acompanhar minuciosamente o cálculo do valuation para cada ano, será disponibilizado o link com o código utilizado para a elaboração do trabalho.

5.3.2 Introdução ao valuation

A tabela abaixo, elaborada com base nas informações extraídas dos demonstrativos financeiros de cada ano publicado pela empresa, foi utilizada para o cálculo do peso do equity (patrimônio líquido) e do debt (dívida) na estrutura de capital da empresa em cada ano. Tendo o ano de 2022 como exemplo para ilustrar os cálculos, os valores, em milhares de reais, utilizados foram "2405375" + "10087515", que se encontram na coluna do ano de 2022 (localizada na figura abaixo).

Figura 2 - Dados de Apoio

	Ano								
Em milhares	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Qntd Ações	127395	640041	643551	713235	720024	795558	796170	988779	991227
Market Cap	1597533	8960574	12227469	22823520	27360912	41369016	34235310	22741917	20320153
Dívida Bruta	1951528	1903012	1875920	1870816	1923588	1645029	3384979	3467102	2405375
Caixa	834340	737527	894881	1059873	944671	1148053	2066781	5489417	2848351
Dívida Líquida	1117188	1165485	981039	810943	979329	496947	-2063396	-5485950	-2845946
Pat. Líquido	1855268	2310896	2636796	3223446	3954512	4704614	5501316	9806621	10087515

Fonte: Elaboração própria (2023), com base no RI da Renner

Assim, para encontrarmos o peso do equity, foi realizada o seguinte cálculo:

Equação 7 - Cálculo do Peso do Equity

$$E = \frac{10087515}{2405375 + 10087515}$$

E = 80,75%

Para encontrarmos o peso do debt, foi realizada o seguinte cálculo:

Equação 8 - Cálculo do Peso do Debt

$$D = \frac{2405375}{2405375 + 10087515}$$

$$D = 19{,}25\%$$

Vale ressaltar que, em alguns casos, o mercado considera como melhor proxy a utilização do “market cap” para chegarmos à estrutura de capital da empresa, sobretudo em relação às empresas listadas na bolsa, porém, para fins didáticos, o cálculo foi realizando considerando o patrimônio líquido da empresa como o volume de dinheiro investido pelos sócios.

5.3.3 Decomposição do WACC

5.3.3.1 Beta

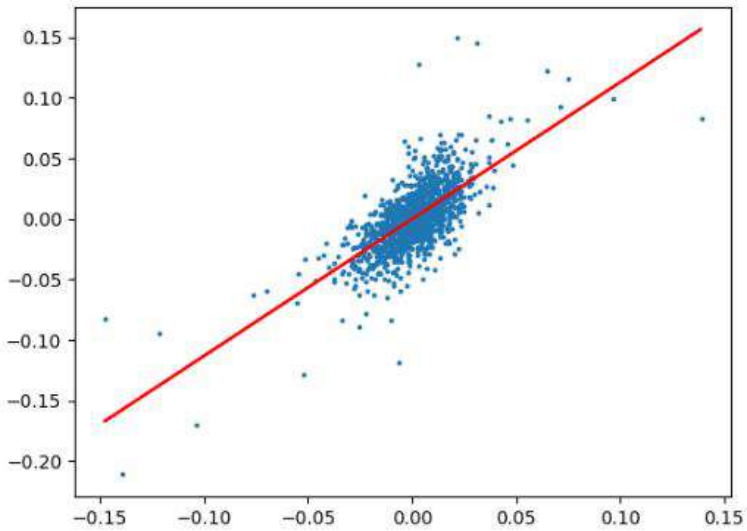
Para o cálculo do beta de 2022, foi realizada uma regressão linear com base nos dados do Yahoo Finance. Com o objetivo de chegarmos aos diferentes cenários de Waccs, calculamos a partir do beta de 2022 (chamado de beta base) um limite superior e um limite inferior, utilizando um intervalo de confiança denominado “alpha”.

Os diferentes cenários projetados foram elaborados tendo como ponto de partida o “cenário base”, com o fim de mitigar os erros na projeção dos resultados futuros e refletir, de forma mais concisa, as diferentes possibilidades de retornos, de acordo com o cenário futuro.

Dessa forma, cada variação de cenário (conservador ou arrojado) é capaz de retornar um resultado para diferentes expectativas acerca do retorno futuro. Para piores expectativas acerca do futuro econômico e financeiro, foi estimado um “cenário conservador”, onde o retorno do ativo é menor. Por outro lado, para um futuro onde há boas expectativas, foi estimado um “cenário arrojado”, onde o retorno do ativo é maior.

A imagem abaixo ilustra graficamente o diagrama de dispersão juntamente com a reta de regressão linear.

Figura 3 – Diagrama de dispersão e reta de regressão linear



Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

A partir da regressão linear, o valor para o beta encontrado foi “1.12”. Tendo como base o beta encontrado, o limite inferior e o limite superior foram de 0.86 e 1.39, respectivamente.

5.3.3.2 Cálculo do custo do capital próprio

Com o objetivo de encontrarmos o custo do capital próprio, foi necessário termos o valor do “Prêmio País” (risco país). Para isso, utilizamos a média do índice “EMBI + Risco-Brasil[9]”, que é calculado em “pontos-base” pelo banco JP Morgan, dos últimos dois anos em relação a 2022.

Ao realizarmos a média de dois anos em pontos-base, segundo a metodologia utilizada pelo banco, precisamos dividir por 10.000 para chegarmos ao spread de risco. Após a divisão, chegamos a “0,0288” (ou 2,88%), porém, utilizaremos o valor de “0,03” (ou 3%) para simplificarmos o entendimento do leitor.

Tabela 1 - EMBI+

Anos	Média (2 anos)	Ricso País
2022	287,82	0.03

Fonte: Elaboração própria (2023), com base no ipeadata

Além disso, para o cálculo do custo de capital próprio base, consideramos a taxa livre de risco RF como 4.8%” (retorno de T-bonds – 30y[10]), pelo fato de representar a taxa de um período longo da economia mais estável globalmente (eua); beta base igual a “1.12”, calculado por meio da regressão linear; e, ERP igual a “6,6%”, calculado a partir da diferença do retorno histórico do S&P500 e dos T-bonds.

Com as informações já conhecidas, podemos fazer o cálculo do custo do capital próprio:

Equação 9 - Cálculo do Custo de Capital Próprio

$$ke = pp + rf + beta \times erp$$

[9] http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M
[10] https://www.cnbc.com/quotes/US30Y

$$ke = 0{,}03 + 0{,}048 + 1{,}12\ x\ 0{,}066$$

$$ke = 0{,}1525$$

Após transformarmos o resultado em porcentagem, obtemos o valor abaixo:

$$ke = 15{,}25\%$$

5.3.3.3 Cálculo do custo do capital de terceiros

Para o cálculo do custo de capital de terceiros, analisamos a composição do endividamento da empresa por meio de sua nota explicativa[11] descrita em seu relatório de demonstrações financeiras do ano de 2022, e consideramos como custo da dívida, a remuneração da dívida com o maior peso na composição do endividamento da empresa.

De acordo com a análise do relatório da empresa do exercício de 2022 exibido na imagem abaixo (figura 10), a debênture[12] na 12º emissão (em série única), é a dívida com maior representatividade no endividamento da empresa.

Figura 4 - Nota explicativa, DFP 2022

DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas - 31/12/2022 - LOJAS RENNER S.A. Versão : 1

LOJAS RENNER S.A.

LREN B3 LISTED NM

Lojas Renner S.A | CNPJ Nº 92.754.738/0001-62
NIRE-43300004848 | CVM-00813-3 | Companhia Aberta

17.2 Composição dos empréstimos, financiamentos e debêntures

Descrições	Encargos (a.a.)	Emissão	Valor contratado	Vencimento	Controladora 31/12/2022	Controladora 31/12/2021	Consolidado 31/12/2022	Consolidado 31/12/2021
Em moeda nacional								
Debêntures 9º Emissão e 11º Emissão	-	-	-	-	-	915.469	-	915.469
Debêntures 12º Emissão - série único (i)	CDI+1,60%	18/02/2021	1.000.000	18/02/2025	1.054.513	1.030.736	1.054.513	1.030.736
Debêntures - Custos de estruturação	-	-	-	-	(1.570)	(3.992)	(1.570)	(3.992)
Capital de giro – CCB	-	-	-	-		661.697	-	661.697
Capital de giro – CCB	3,80%	04/06/2020	20	04/06/2023	-	-	20	53
Capital de giro - Custos de estruturação	-	-	-	-	-	(1.729)	-	(1.729)
Em moeda estrangeira								
Capital de giro - modalidade 4.131 (ii)	€+1,05%	14/10/2021	€ 9.390	16/10/2023	-	-	51.894	60.431
Capital de giro - modalidade 4.131 (ii)	€+2,75%	27/07/2022	€ 9.041	15/07/2024	-	-	50.444	-
(+/-) *Swap* - capital de giro (ii)	CDI+1,5%	14/10/2021	60.000	16/10/2023	-	-	10.387	1.814
(+/-) *Swap* - capital de giro (ii)	109,57%doCDI	27/07/2022	50.000	15/07/2024	-	-	3.455	-
Total					**1.052.943**	**2.602.181**	**1.169.143**	**2.664.479**

Fonte: Elaboração própria (2023), com base no DFP de 2022 da Companhia

[11] https://lojasrenner.mzweb.com.br/info-aos-investidores/central-de-resultados/
[12] https://data.anbima.com.br/debentures/LRENB1/caracteristicas

Para checar a representatividade da debenture utilizada para o cálculo do custo de capital de terceiros, podemos fazer a relação simples abaixo:

Equação 10 - Cálculo da representatividade da dívida

$$\%\,representatividade = \frac{Debenture\ 12º\ emissão - série\ única\ (i)}{Total\ (valor\ consolidado\ em\ 2022)}$$

$$\%\,representatividade = \frac{1054513}{1169143}$$

$$\%\,representatividade = 90\%$$

Em alguns casos, o mercado considera como melhor proxy o cálculo da média ponderada das dívidas que compõem o endividamento da empresa para obter o custo da dívida. Porém, em virtude da alta representatividade da debenture no endividamento da empresa, com o objetivo de simplificar as técnicas utilizadas para a análise desse trabalho, será utilizada a taxa de remuneração dessa debenture, ou seja, "CDI[13] + 1,60%" como o custo de capital de terceiros (kd).

Sendo a taxa di 12,39% em 2022 e o spread da debenture 1,60%, foi possível calcular o custo de capital de terceiros, a partir da equação abaixo.

Equação 11- Cálculo do Custo da Dívida

$$kd = di + spread$$

$$kd = 12{,}39\% + 1{,}60\%$$

$$kd = 13{,}99\%$$

Após a realização do cálculo do custo de capital próprio e do custo de capital de terceiros, é possível realizarmos o cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital.

A imagem abaixo apresenta, em python, os valores de cada variável utilizada para o cálculo do Ke, Kd que, ao final, comporá a equação que resultará no Wacc de 2022.

[13] https://www.portaldefinancas.com/cdi2223.htm

Figura 5 - Valor das variáveis utilizadas para o Wacc em python

```
# Encontrando o valor de cada variável

print("O Valor do prêmio país é:", pp)
print("O Valor do ativo livre de risco (rf) é: ", rf)
print("O beta base no ano de 2022 é de: ", beta_22)
print("O beta inferior no ano de 2022 é de: ", beta_22_inferior)
print("O beta superior no ano de 2022 é de: ", beta_22_superior)
print ("O ERP de 2022 é de: ", erp)
print ("O Spread de 2022 é de: ", Spread_22)
print ("O Imposto de Renda (IR) é de: ", ir)
```

```
O Valor do prêmio país é: 0.03
O Valor do ativo livre de risco (rf) é:  0.048
O beta base no ano de 2022 é de:  1.1288602471114038
O beta inferior no ano de 2022 é de:  0.8620775966522489
O beta superior no ano de 2022 é de:  1.3956428975705586
O ERP de 2022 é de:  0.066
O Spread de 2022 é de:  0.016
O Imposto de Renda (IR) é de:  0.6599999999999999
```

Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

5.3.3.4 WACC

Para chegarmos ao resultado, calculamos 3 Waccs diferentes:

O primeiro, o “wacc_22”, é o Wacc base, encontrado por meio do “Ke” obtido utilizando o “beta base”.

O segundo, contido na variável “wacc_22_arrojado”, é o resultado do Wacc obtido a por meio do “Ke” calculado a partir limite inferior do beta encontrado.

O terceiro, contido na variável “wacc_22_conservador”, é calculado a partir do “Ke” calculado por meio do limite superior o beta.

Além disso, é necessário que multipliquemos o custo do capital de terceiros (Kd) pela alíquota de imposto de renda (ir) que vale “0,34” por conta do benefício fiscal que a empresa possui.

Dessa maneira, com todas as variáveis necessárias, é possível calcular o Wacc no cenário base, no cenário conservador e no cenário arrojado.

A imagem abaixo ilustra o cálculo do Wacc no cenário base, no cenário conservador e no cenário arrojado.

Figura 6 - Cálculo do Wacc

```
# Cálculo Wacc a partir da fórmula - D/capital total * kd * (1-0.34) + E/capital total * ke

wacc_22 = peso_divida_22 * kd22 * ir + peso_equity_22 * ke22
wacc_22_arrojado = peso_divida_22 * kd22 * ir + peso_equity_22 * ke22_inferior
wacc_22_conservador = peso_divida_22 * kd22 * ir + peso_equity_22 * ke22_superior

print('O wacc de 2022 é: ', wacc_22)
print('O wacc arrojado de 2022 é: ', wacc_22_arrojado)
print('O wacc conservador de 2022 é: ', wacc_22_conservador)
```

```
O ke de 2022 é:  0.15250477630935266
o kd de 2022 é:  0.1399
O wacc de 2022 é:  0.14091952413270586
O wacc arrojado de 2022 é:  0.12670203856897577
O wacc conservador de 2022 é:  0.1551370096964359
```

Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

5.3.4 Projeção

Para realizarmos o valuation para o ano de 2022, projetamos todas as variáveis descritas na imagem abaixo, relativas aos anos de 2018, 2019, 2020, 2021 e 2022, para os anos 2023, 2024, 2025, 2026 e 2027.

A projeção da receita foi realizada com base no valor imputado pelo modelador para os anos projetados. Nesse caso, foi imputado o valor de “0,18” ou 18% na variável “input_crescimento_anual_22”, já definida anteriormente.

Para a projeção das despesas, foi utilizado a média aritmética das despesas históricas em relação ao crescimento da receita, assim como para a projeção do Capex, da Necessidade de Capital de Giro e do Ebit. Entende-se que ao utilizar a média do histórico para a projeção das variáveis, minimiza-se a possibilidade de erros dessas estimativas de retorno futuro. A projeção realizada foi ilustrada na imagem abaixo.

Figura 7 - Projeções para valuation do ano de 2022

	Ano	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
0	Receita Líq	8.426541e+06	9.588437e+06	7.537180e+06	1.057157e+07	1.327114e+07	1.565994e+07	1.847873e+07	2.180490e+07	2.572979e+07	3.036115e+07
1	Var Receita Liq	1.319446e-01	1.378853e-01	-2.139303e-01	4.025890e-01	2.553615e-01	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00
2	Lucro Bruto	5.142024e+06	5.857916e+06	4.313610e+06	6.172388e+06	7.984814e+06	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00
3	Total despesas	3.718203e+06	4.214262e+06	3.456731e+06	5.358444e+06	6.577413e+06	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00
4	EBIT	1.423821e+06	1.643654e+06	8.568790e+05	8.139440e+05	1.407401e+06	1.995451e+06	2.354632e+06	2.778466e+06	3.278589e+06	3.868736e+06
5	Mg EBIT	1.689686e-01	1.714204e-01	1.136869e-01	7.699370e-02	1.060498e-01	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00
6	Deprec e Amort	3.145740e+05	7.300910e+05	7.910360e+05	9.160700e+05	1.041025e+06	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00
7	Capex	6.104070e+05	7.514280e+05	5.439760e+05	9.339630e+05	1.105271e+06	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00
8	Var Invest. Capex	1.090989e-01	2.310278e-01	-2.760770e-01	7.169195e-01	1.834205e-01	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00
9	Capital de Giro	3.247000e+03	3.869000e+03	3.789000e+03	5.261000e+03	6.659000e+03	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00
10	Necessidade de Capital de Giro	3.630000e+02	-6.220000e+02	8.000000e+01	-1.472000e+03	-1.398000e+03	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00	0.000000e+00

```
Média do Ebit/Receita líq: 0.127423894
A média da Receita Líquida é de: 0.1454763855
O crescimento projetado da Receita Líquida é de: 0.18
A Renner em 2022 cresceu 1.2373142168836742 vezes mais/menos do que sua média histórica
```

Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

Após projetarmos cada item, calcularmos o valor da perpetuidade e trazermos os fluxos futuros da firma a valor presente descontados pela taxa de desconto, utilizando o “Wacc base”, é possível chegarmos ao enterprise value e, por fim, ao resultado do valuation da empresa para o ano de 2022.

A tabela exibida abaixo ilustra os dados utilizados para chegarmos ao resultado final.

Figura 8 - Cálculo do fluxo de caixa descontado

	Ano	2023	2024	2025	2026	2027	Perpetuidade
4	EBIT	1995450	2354631	2778465	3278589	3868735	0
11	IR__EBIT	678453	800574	944678	1114720	1315369	0
6	Deprec e Amort	1202452	1418893	1674294	1975667	2331287	0
7	Capex	1250720	1475850	1741503	2054974	2424869	0
10	Necessidade de Capital de Giro	-2080	-2762	-3445	-4127	-4810	0
12	FCL	1270809	1499862	1770023	2088689	2464593	22659730
13	FCD	1113846	1152235	1191828	1232689	1274882	11721404

Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

5.3.5 Resultado numérico

5.3.5.1 Cenário Base

Após somarmos todos os fluxos futuros (incluindo a perpetuidade) trazidos a valor presente descontados pelo “Wacc base", chegamos ao enterprise value (valor a firma), estabelecido na variável “enterprise_value_22”.

Para chegarmos ao “equity value” (valor do acionista), que é o que nos interessa para encontrarmos o preço da ação, devemos subtrair a dívida líquida do enterprise value.

Após chegarmos ao equity value e dividirmos pela quantidade de ações negociadas no mercado, obtemos o preço da ação no cenário base em LREN em 2022.

A tabela abaixo ilustra o preço da ação no cenário base em 2022.

Figura 8 – Resultado no cenário base

```
# Para chegarmos no equity value, subtraímos a dívida líquida de 2022 do Enterprise Value no cenário base

Equity_Value_22 = Enterprise_Value_22 - apoio_df.iloc[4,9]

print('O Equity Value no cenário base em 2022 é de:', Equity_Value_22)
print('A quantidade de ações negociadas no mercado é de:', apoio_df.iloc[0,9])

# Chegando no preço da ação dividindo o Equity Value pela quantidade de ações em 2022

Valuation_Renner_22 = Equity_Value_22/ (apoio_df.iloc[0,9])


print('O Preço da ação no cenário base em 2022 é de: R$ ', Valuation_Renner_22)
```

```
O Equity Value no cenário base em 2022 é de: 20532837.0
A quantidade de ações negociadas no mercado é de: 991227.0
O Preço da ação no cenário base em 2022 é de: R$  20.71456588652246
```

Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

5.3.5.2 Cenário Conservador

Para chegarmos ao valor da ação no cenário conservador, executamos os mesmos passos anteriores, porém, o Wacc utilizado para o obtermos o preço justo da ação é o “Wacc conservador”, que é originado do limite superior do beta encontrado.

A tabela abaixo ilustra o preço da ação no cenário conservador em 2022.

Figura 9 - Resultado no cenário conservador

```
# Para chegarmos ao equity value, subtraímos a dívida líquida de 2022 do Enterprise Value no cenário conservador

Equity_Value_22_conservador = Enterprise_Value_22_conservador - apoio_df.iloc[4,9]

print('O Equity Value no cenário conservador em 2022 é de:', Equity_Value_22_conservador)

# Chegando no preço da ação dividindo o Equity Value pela quantidade de ações em 2022

Valuation_Renner_22_conservador = Equity_Value_22_conservador/ (apoio_df.iloc[0,9])

print('O Preço da ação no cenário conservador em 2022 é de: R$ ', Valuation_Renner_22_conservador)
```

```
O Equity Value no cenário conservador em 2022 é de: 18365700.0
O Preço da ação no cenário conservador em 2022 é de: R$  18.52824832253359
```

Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

5.3.5.3 Cenário arrojado

Por fim, calculamos o preço da ação da Lojas Renner em 2022 no cenário arrojado. Para o cálculo, executamos os mesmos passos anteriores, porém, o Wacc utilizado para o obtermos o preço justo da ação é o “Wacc arrojado”, que é originado do limite inferior do beta encontrado.

A tabela abaixo ilustra o preço da ação no cenário arrojado em 2022.

Figura 10 - Resultado no cenário arrojado

```
# Para chegarmos ao equity value, subtraímos a dívida líquida de 2022 do Enterprise Value

Equity_Value_22_arrojado = Enterprise_Value_22_arrojado - apoio_df.iloc[4,8]

print('O Equity Value em 2022 no cenário arrojado é de:', Equity_Value_22_arrojado)

#Chegando no preço da ação dividindo o Equity Value pela quantidade de ações em 2022

Valuation_Renner_22_arrojado = Equity_Value_22_arrojado/ (apoio_df.iloc[0,8])

print('O Preço da ação no cenário arrojado em 2022 é de: R$ ', Valuation_Renner_22_arrojado)
```

```
O Equity Value em 2022 no cenário arrojado é de: 25982249.0
O Preço da ação no cenário arrojado em 2022 é de: R$  26.27710438834158
```

Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

5.3.6 Minimização

Após encontrarmos o preço justo da ação, minimizamos a diferença entre o valor encontrado por meio dos cálculos e o valor de mercado da ação em 2022. Vale ressaltar que, para a minimização, consideramos o valuation no cenário base.

Após termos o valor justo da ação da Lojas Renner, realizamos o cálculo abaixo:

Equação 12 – Minimização

$$Minimização_{22} = Valuation_{Renner_{22}} - Preço_ação_{22}$$

Onde:

Minimização_22 = resultado da diferença entre o preço justa da ação em 2022 e o preço de mercado em 2022;

Valuation_Renner_22 = valor justo da ação encontrado para o ano de 2022;

Preço_ação_22 = preço da ação no último dado disponível em 2022.

Sabe-se que o valor justo da ação em 2022 varia de acordo com o aumento (ou queda) de diversos parâmetros como crescimento da receita, investimento em Capex, despesas,

necessidade de capital de giro e outros. Dessa forma, realizando ajustes nesses parâmetros, o resultado do valor justo pode ser maior ou menor em relação ao preço de mercado da ação no ano de 2022, contudo, quanto mais próximo o valor justo encontrado da ação for do preço de mercado dela, maior é o efeito da minimização da diferença de preço. Portanto, a minimização foi feita com o objetivo de tentar convergir o valor justo da ação e o preço de mercado, de 2022.

Para a realização desse trabalho, o parâmetro utilizado para ajustar o valor justo da ação foi o crescimento da receita líquida para os próximos anos. Assim, com o intuito de minimizar a diferença entre os preços, foi escolhido "manualmente" um valor que representaria o quanto, em porcentagem, a receita líquida da empresa cresceria ao longo dos próximos 5 anos projetados. Na minimização realizada para o ano de 2022, foi definido um crescimento de 18% na receita líquida dos próximos 5 anos.

Dessa maneira, de acordo com o "input"[14] feito e, por conseguinte, com o ajuste realizado no valor justo da ação em 2022, a diferença entre o valuation para 2022 e o preço de mercado, foi minimizada.

A tabela abaixo expressa a equação utilizada para minimizar a diferença entre o valuation e o preço de mercado, em python.

Figura 11 - Minimização

```
# Mostrando a menor diferença entre o valor justo encontrado e o preço de fechamento da ação ao final de 2022

Minimização_22 = Valuation_Renner_22 - precos_ações_df.iloc[4,1]
print("A diferença mínima possível entre o valuation de 2022 e o preço de fechamento da ação ao final de 2022 é de:", Minimização_22)

A diferença mínima possível entre o valuation de 2022 e o preço de fechamento da ação ao final de 2022 é de: 0.2345658865224607
```

Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

5.3.7 Apresentação gráfica dos resultados

Para a realização desse trabalho, a ilustração do resultado das modificações feitas no modelo ocorrerá apenas para o ano de 2022, mas, exemplificará como os demais resultados podem ser alterados para os outros valuations, caso necessário.

[14] O "input" realizado foi a escolha feita manualmente do valor que definiria o crescimento da receita para os anos de projeção. Sendo assim, o input foi o valor de "18%".

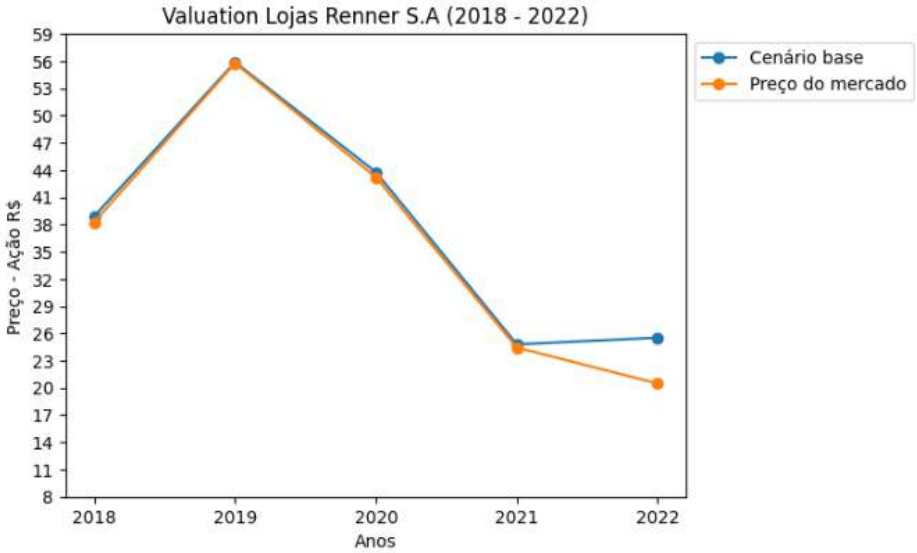
Os resultados gráficos para o ano de 2022 irão alterar de acordo com a premissa utilizada para a projeção do seu crescimento.

Por fim, apesar do modelo elaborado projetar diversos cenários (cenário base, conservador e arrojado), para a ilustração gráfica, com o fim de simplificar o entendimento do leitor, será apresentada somente a comparação entre preço do mercado e cenário base.

5.3.7.1 Crescimento a partir da receita e spread aleatório

Para chegarmos ao resultado apresentado, foi considerado a média do crescimento histórico da empresa mais um spread gerado aleatoriamente a partir de limites definidos no código. Os anos anteriores a 2022 estão apresentados com a técnica de minimização aplicada.

Figura 12 - Crescimento a partir da receita e spread aleatório



Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

A tabela abaixo ilustra o resultado estipulado no cenário base, com o crescimento futuro calculado por meio da projeção a partir da média do crescimento histórico acrescida de um spread aleatório gerado pelo código.

Tabela 2 – Valor Justo (Receita Média e Spread) x Preço de Mercado em 2022

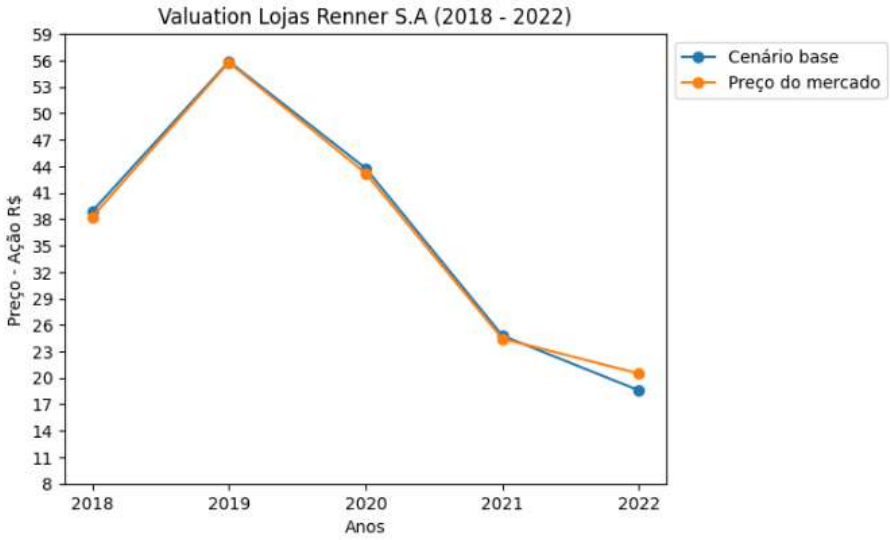
Cenário Base	Preço do Mercado
R$ 25,37	R$ 20,48

Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

5.3.7.2 Crescimento a partir da média histórica da receita líquida

Para chegarmos ao resultado apresentado, foi considerado apenas a média do crescimento histórico da empresa. Os anos anteriores a 2022 apresentados possuem a técnica de minimização aplicada.

Figura 13 - Crescimento a partir da média histórica da receita líquida



Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

A tabela abaixo ilustra o resultado estipulado no cenário base por meio apenas da projeção do crescimento da empresa, a partir da média do crescimento dos 4 anos anteriores.

Tabela 3 – Valor Justo (Média Histórica) x Preço de Mercado em 2022

Cenário Base	Preço do Mercado
R$ 18,56	R$ 20,48

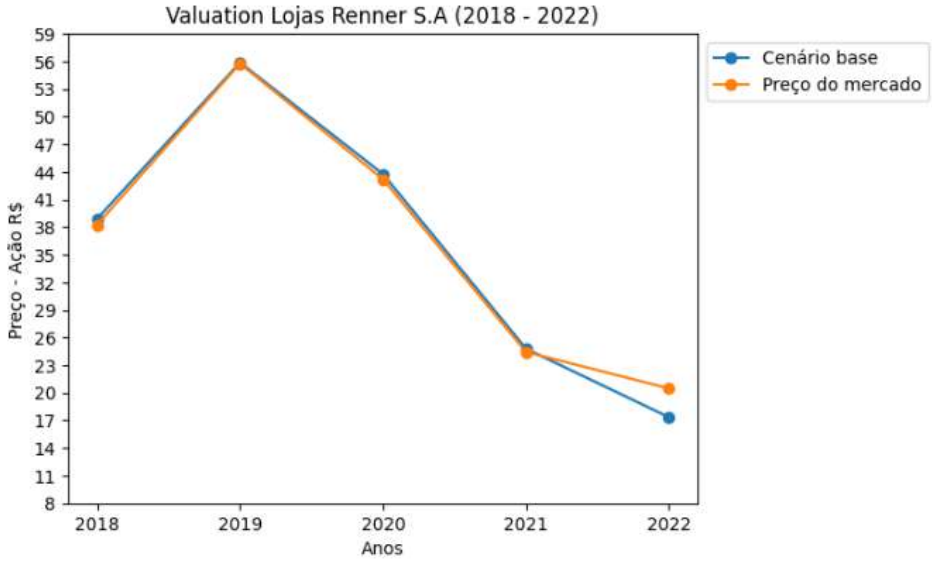
Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

5.3.7.3 Crescimento a partir do spread aleatório

Para chegarmos a esse resultado, foi considerado apenas o spread aleatório gerado pelo modelo. Vale salientar que o spread aleatório gerado possui limite superior e limite inferior com base na média histórica da receita líquida. Portanto, o spread aleatório gerado pode assumir um valor positivo ou um valor negativo.

Os anos anteriores a 2022 estão apresentados com a técnica de minimização aplicada.

Figura 14 - Crescimento a partir do spread aleatório



Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

A tabela abaixo ilustra o resultado estipulado no cenário base por meio apenas da projeção do crescimento da empresa, a partir de um spread aleatório gerado pelo código.

Tabela 4 – Valor Justo (Spread Aleatório) x Preço de Mercado em 2022

Cenário Base	Preço de Mercado
R$ 17,25	R$ 20,48

Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

5.3.7.4 Crescimento com efeito de minimização

Para chegarmos a esse resultado, utilizamos a técnica de minimização em todos os anos, incluindo o ano de 2022. O crescimento utilizado para a minimização da diferença entre o valuation e preço de mercado foi de 18% no ano de 2022.

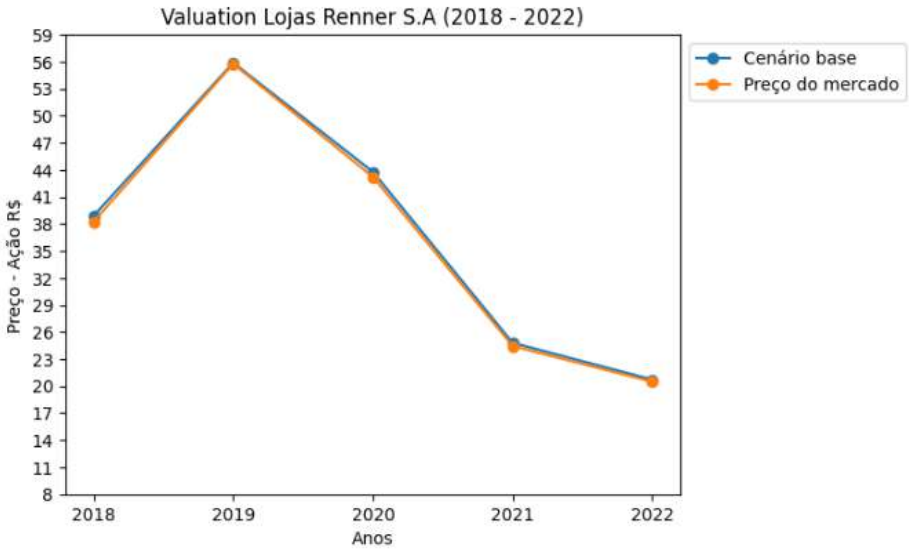
As imagens abaixo ilustram a variável responsável pela calibração da receita e realização do input para o crescimento, e o resultado da minimização visualizados por meio do gráfico, respectivamente.

Figura 15 - Variável de calibração

```
input_crescimento_anual_22 = 0.18
```

Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

Figura 16 - Crescimento com efeito de minimização



Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

A tabela abaixo ilustra o resultado estipulado no cenário base por meio da projeção do crescimento da empresa a partir de um valor imputado, com o objetivo de minimizar a diferença entre o preço da ação negociada no mercado e o valor econômico da ação estipulada pelo modelo.

Tabela 5 – Valor Justo (Input) x Preço de Mercado em 2022

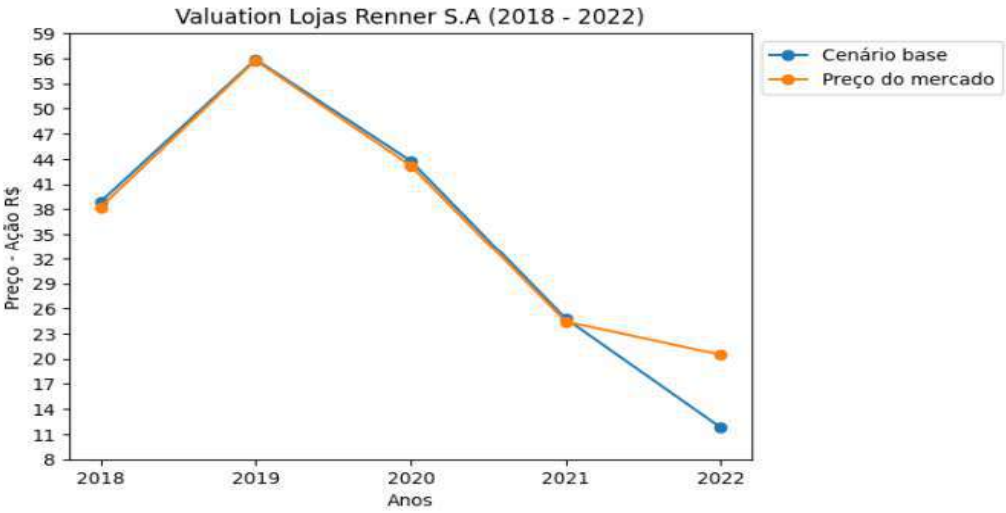
Cenário Base	Preço de Mercado
R$ 20,71	R$ 20,48

Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

5.3.7.5 Crescimento com a receita líquida inerte

Para chegarmos a esse resultado, consideramos que não houve crescimento da receita líquida em comparação com o ano de 2021, ou seja, houve uma inércia em relação ao crescimento da receita líquida da empresa no ano de 2022. Os anos anteriores a 2022 estão apresentados com a técnica de minimização aplicada.

Figura 17 - Crescimento com a receita líquida inerte



Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

A tabela abaixo ilustra o resultado estipulado no cenário base por meio da projeção do crescimento da empresa a partir do crescimento igual a zero, ou seja, essa projeção reflete o resultado da empresa, caso não houvesse crescimento de sua receita líquida no ano de 2022.

Tabela 6 – Valor Justo (Crescimento Inerte) x Preço de Mercado em 2022

Cenário Base	Preço de Mercado
R$ 11,77	R$ 20,48

Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

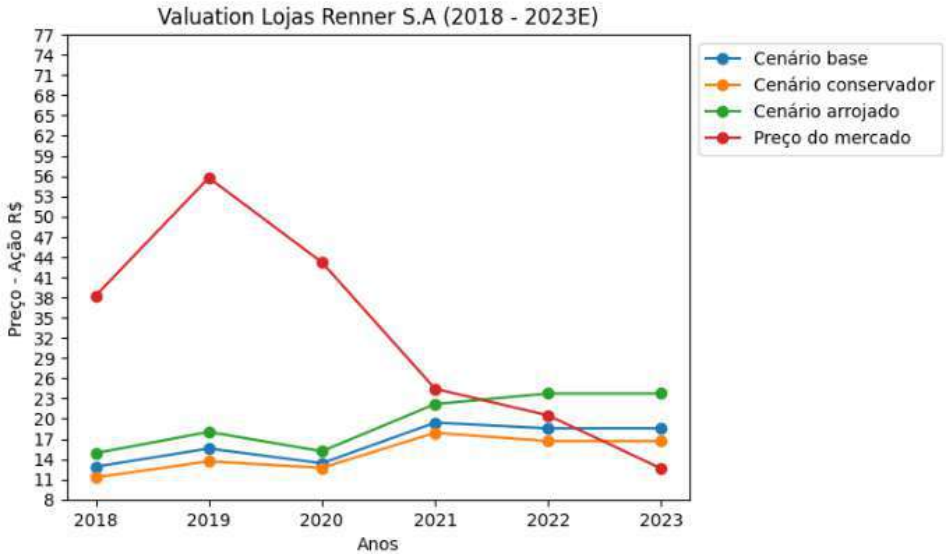
5.3.8 Estratégia de investimento

Para elaborarmos uma tese de investimento, com fins acadêmicos, consideramos apenas a média histórica do crescimento da receita líquida para a projeção. Além disso, para a ilustração gráfica, apresentamos os diversos cenários que foram capazes de serem produzidos no modelo a partir da variação de seu wacc, beta e do crescimento da receita líquida projetada. Os cenários possíveis são: cenário base, cenário conservador e cenário arrojado.

Por último, acrescentamos o ano "2023E", que representa uma expectativa para o ano de 2023, caso o preço de mercado e o preço justo encontrado seja igual ao ano anterior.

5.3.8.1 Crescimento a partir da média de crescimento histórico e expectativa para 2023

Figura 18 - Crescimento com a média histórica da receita líquida +



Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

A tabela abaixo ilustra os mesmos resultados do gráfico acima, estipulados para cada cenário modelado. Até o ano de 2022, a projeção foi realizada por meio da média histórica da receita líquida dos últimos 4 anos da empresa. Para o cálculo dos resultados de 2023E, de forma conservadora, partimos do pressuposto que a empresa repetirá os resultados de 2022 em cada cenário projetado.

Assim, foi possível comparar o resultado da expectativa para o ano de 2023 versus o preço de mercado da ação[15].

Tabela 7 - Variação nos Valores Justos estipulados nos Cenários x Preço de Mercado

Variação no preço da ação						
Cenários	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023E**
Base	R$ 12,87	R$ 15,57	R$ 13,32	R$ 19,41	R$ 18,56	R$ 18,56
Conservador	R$ 11,28	R$ 13,67	R$ 12,62	R$ 17,90	R$ 16,67	R$ 16,67
Arrojado	R$ 14,88	R$ 18,03	R$ 15,04	R$ 22,16	R$ 23,74	R$ 23,74
Preço de mercado	R$ 38,24	R$ 55,75	R$ 43,20	R$ 24,44	R$ 20,48	R$ 11,53

Fonte: Elaboração própria (2023), com base no código elaborado

5.3.8.2 Tese de investimento

De 2018 a 2021: A melhor estratégia a ser seguida seria a venda da ação, pois, a ação estaria com um preço negociado acima do seu valor econômico (encontrado através do valuation) e, portanto, auferiria lucros para o investidor por meio da negociação da sua ação supervalorizada no mercado.

Em 2022: Ao iniciar o ano, no cenário conservador e no cenário base, a melhor estratégia a ser seguida seria a venda da ação. Porém, ao longo do ano, assim como no cenário arrojado, a melhor estratégia a ser utilizada para os demais cenários - com fins didáticos - seria a compra da ação (buy and hold).

[15] Foi utilizado o preço em que a ação foi negociada na data da elaboração da tabela.

Em 2023E: Caso a empresa tivesse uma receita líquida no mínimo igual a de 2022, em todos os cenários projetados, a melhor estratégia a ser utilizada seria a compra da ação (buy and hold), pois a ação estaria com um preço de mercado inferior ao valor econômico dela.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho apresentado teve o fim de realizar uma avaliação econômica e financeira da Lojas Renner, tal como dissertar acerca da dinâmica do segmento de vestuário antes e após a pandemia do COVID 19. Além disso, chegamos ao valor justo da ação da Lojas Renner em 2022, e traçamos uma estratégia de investimento para os próximos anos.

Com o intuito de realizar o trabalho, foram estimados os fluxos de caixas futuros da empresa, baseados em dados históricos e nas premissas. As estimativas foram trazidas à valor presente, descontadas pelo custo médio ponderado do capital (WACC) e foram somadas ao valor encontrado na perpetuidade. Após o desconto da dívida líquida, obteve-se o valor justo da empresa.

Para cada valor gerado no Beta, no WACC e cada calibração feita para o crescimento da receita líquida do período projetivo, o valor da Companhia “Lojas Renner” e, por conseguinte, o preço de sua ação, foram distintos.

Após a realização dos valuations, foi realizada uma análise anual (de 2018 a 2022) do valor das ações da empresa versus o preço da ação negociada no mercado. Por fim, com o objetivo de traçarmos a estratégia para os próximos anos, assumimos que ao final de 2023, a empresa valeria o mesmo que em 2022.

Vale destacar a análise do segmento, o valuation e a estratégia de investimento não foram uma recomendação, pois todo o trabalho foi realizado com fim acadêmico.

REFERÊNCIAS

ARBEX, P. (2021, julho 15). **Renner compra Repassa e entra no mercado de usados**. Pedro Arbex. https://braziljournal.com/renner-compra-repassa-e-entra-no-mercado-de-usados Acesso em: 13 jun. 2023.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor.** 7ª São Paulo: Atlas, 2014.

BEUREN, I. M., **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade:** Teoria e Prática. 3ª São Paulo: Atlas, 2009.

BOLLINI, M. (2021, setembro 24). **Brasil detém o nono maior mercado de roupas do mundo; Estado de SP é o que mais gasta**. Consumidor Moderno. https://www.consumidormoderno.com.br/2021/09/24/brasil-maior-mercado-roupas-mundo/ . Acesso em: 18 nov. 2022.

CORNELL, B. **Corporate Valuation:** Tools for Effective Appraisal and Decision Making. Homewood: Business One Irwin, 1993.

COSTA, L. G. T. A; COSTA L. R. T. A; ALVIM, M. A, **Valuation:** manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas. São Paulo: Atlas, 2010.

DAMODARAN, A**. Avaliação de Empresas.** Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas. 3ª, São Paulo: Makron Books 2002.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos**: Ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo. Rio de janeiro: Qualitymark, 1997.

DAMODARAN, Aswath. **Betas by sector (US)**. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html. Acesso em: 9 jun. 2023.

ESTEVÃO, I. M. (2020, agosto 20). **"Coronavoucher" movimenta comércio de vestuário, mas setor segue instável**. Metrópoles. https://www.metropoles.com/colunas/ilca-maria-estevao/coronavoucher-movimenta-comercio-do-vestuario-e-auxilia-retomada-economica . Acesso em: 15 out. 2022.

FAVARETTO, D. (2020, setembro 19). **A pandemia e os seus efeitos na indústria da moda**. JOTA. https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-pandemia-e-os-seus-efeitos-na-industria-da-moda-19092020 . Acesso em: 2 ago. 2023.

LOJAS RENNER S.A. Disponível em: http://www.lojasrenner.com.br.
EXAME, **5 maiores empresas de vestuário** |infomoney.com. Disponível em: https://www.infomoney.com.br/mercados/com-compra-da-hering-soma-se-torna-uma-das-5-maiores-empresas-do-setor-de-vestuario-veja-lista/
Acesso em 10 nov. 2023.

Lojas Renner conclui compra da plataforma online Repassa. (2021, setembro 1). Monitor do Mercado. https://monitordomercado.com.br/noticias/21701-lojas-renner-empresa-conclui-compra-da-p . Acesso em: 11 jan. 2023.

LOUREIRO, R. (2021, julho 15). **Renner compra Repassa e reforça aposta em mercado de usados.** Reset. https://www.capitalreset.com/renner-compra-repassa-e-reforca-aposta-em-mercado-de-usados/ . Acesso em: 22 jan. 2023.

MENDES, F. (2020, outubro 6). **Alta de custo e escassez de matéria-prima começam a preocupar setor têxtil**. VEJA. https://veja.abril.com.br/economia/alta-de-custo-e-escassez-de-materia-prima-comecam-a-preocupar-setor-textil/ . Acesso em: 10 ago. 2022.

NEGÓCIOS, É. (2021, julho 15). **Lojas Renner adquire 100% da plataforma Repassa**. Época Negócios; Epoca Negocios. https://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2021/07/lojas-renner-adquire-100-da-plataforma-repassa.html . Acesso em: 10 out. 2022.

OLIVEIRA, Isaac. **Varejistas de moda devem ir às compras após aquisição da Hering pelo Soma**. Estadão, 2023. Disponível em: https://einvestidor.estadao.com.br/mercado/heringsoma-compra-varejista/ . Acesso em 8 set. 2022.

O Papel do Varejo na Economia Brasileira. ([s.d.]). https://sbvc.com.br/wp-content/uploads/2021/04/O-Papel-do-Varejo-na-Economia-Brasileira_2021-SBVC-4.pdf . Acesso em: 14 out. 2023.

PÓVOA, Alexandre. Taxa de desconto, o toque de arte em valuation. **Gen. Negócios e Gestão, 2020**. Disponível em: https://gennegociosegestao.com.br/taxa-de-desconto-toque-de-artevaluation/ . Acesso em: 27 jul. 2023.

Pandemia altera a cadeia de produção de moda e a sua relação de consumo. (2021, setembro 27). G1. https://g1.globo.com/sp/campinas-regiao/especial-publicitario/acic/noticia/2021/09/27/pandemia-altera-a-cadeia-de-producao-de-moda-e-a-sua-relacao-de-consumo.ghtml . Acesso em: 7 jul. 2023.

Renovando o Guarda-Roupa: O que esperar do setor de vestuário/joias e nossas recomendações. ([s.d.]). XP Investimentos. https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/renovando-o-guarda-roupa-o-que-esperar-do-setor-de-vestuario-joias-e-nossas-recomendacoes/ . Acesso em: 2 jul. 2023.

SANDE, S.; NEIVA, A. **Contabilidade geral e avançada**. 1.ed. Rio de Janeiro: Método, 2023 SOCIEDADE BRASILEIRA DE VAREJO E CONSUMO. **O papel do varejo na economia brasileira**. São Paulo, 2021. Disponível em: http://sbvc.com.br/estudo-o-papel-do-varejo-naeconomia-brasileira-atualizacao-2021-sbvc/ . Acesso em 15 set. 2023.

Vestuário é a atividade mais afetada pela pandemia e deve fechar o ano com queda de 25% no faturamento. ([s.d.]). FecomercioSP. https://www.fecomercio.com.br/noticia/vestuario-e-a-atividade-mais-afetada-pela-pandemia-e-deve-fechar-o-ano-com-queda-de-25-no-faturamento . Acesso em: 8 jul. 2023.

YAHOO! FINANCE. Grupo de Moda LOJAS RENNER S.A (LREN3.SA). Disponível em: https://br.financas.yahoo.com/quote/LREN3.SA/ . Acesso em: 22 out. 2023.

YAZBEK, Priscila. **Com compra da Hering, Soma se torna uma das 5 maiores empresas do setor de vestuário**; veja lista. Infomoney, 2021. Disponível em: https://www.infomoney.com.br/mercados/com-compra-da-hering-soma-se-torna-uma-das-5-maiores-empresasdo-setor-de-vestuario-veja-lista/ . Acesso em: 14 out. 2023.

APÊNDICE A – CÓDIGO EM PYTHON PARA *VALUATION* LREN S.A