



Projeto de Monografia de Final de Curso

Uma análise sobre como a eficiência operacional de uma empresa pode proporcionar retornos consistentemente acima do seu custo de capital, em mercados altamente competitivos. Estudo de caso do setor varejista e da Lojas Renner SA.

Luiz Burin Leonardos

Matrícula: 1910738

Orientadora: Daniela Alonso Fontes - dafontes@econ.puc-rio.br

Co-orientadora: Maria de Nazareth Maciel - nazareth.maciell@econ.puc-rio.br

Declaro que este trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Rio de Janeiro Dezembro/2022

SUMÁRIO

I. INTRODUÇÃO	2
II. CONTEXTO INSTITUCIONAL	3
III. A LOJAS RENNER	5
3.1) História e fundação.....	5
3.2) Principais projetos ao longo do tempo e a criação de vantagens competitivas temporárias.....	8
3.3) Gestão, cultura, prêmios e reconhecimentos.	15
IV. TEORIA MICROECONÔMICA: O CENÁRIO DE COMPETIÇÃO PERFEITA 17	
4.1) Condições para a origem de uma indústria perfeitamente competitiva	17
4.2) Preço em competição perfeita.....	18
4.3) Curva de demanda e oferta da indústria perfeitamente competitiva e lucro econômico.....	18
4.4) Distinções competitivas no curto e longo prazo.....	20
V. A DINÂMICA E ORGANIZAÇÃO COMPETITIVA DO VAREJO DE MODA	22
VI. MEDIDAS DE RETORNO E DE CUSTO DE OPORTUNIDADE DA LOJAS RENNER SA	27
VII. CONCLUSÃO	34
VIII. DADOS	35
IX. ESTRATÉGICA EMPÍRICA	36
X. RESULTADOS PRETENDIDOS	37
XI. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	37

I. INTRODUÇÃO

O objetivo desta monografia é explorar como empresas inseridas em setores econômicos ultra competitivos, com grande pulverização de concorrentes e sem barreiras de entrada claras, conseguem atingir retornos altos e consistentemente acima do seu custo de capital, criando, assim, um lucro econômico relevante para seus acionistas, em contraposição a teoria microeconômica de competição perfeita. Para tal, será feita uma análise empírica da Lojas Renner SA e suas diversas iniciativas para gerar valor consistentemente no mercado de varejo de moda brasileiro cujas características, como será argumentado ao longo do estudo, se assemelham a de um cenário de concorrência perfeita.

O mercado perfeitamente competitivo é um extremo acadêmico, entretanto o conceito é muito utilizado pelo mercado financeiro e por executivos de companhias em suas tomadas de decisões. Isso porque alguns ramos econômicos carregam atributos análogos ao de concorrência perfeita e, portanto, normalmente implicam em retornos de projetos/investimentos reduzidos. Sendo assim, é profundamente relevante saber identificar estes setores e empresas que, mesmo em tal ambiente, obtêm valor econômico agregado, (*Economic Value Added - EVA*).

Os livros *Competition Demystified: A Radically Simplified Approach to Business Strategy* (2005) de Bruce C. Greenwald e Judd Kahn e *7 Powers: The Foundations of Business Strategy* (2016) de Hamilton Helmer estudam os impactos de vantagens competitivas, barreiras de entrada e conseqüentemente no número de concorrentes na capacidade de geração de valor de empresas para seus acionistas. Já o livro *Introdução à Economia* (2014) de Paul Krugman e Robin Wells mostra, matematicamente, o efeito na geração de lucro das firmas de um mercado no qual todos os fornecedores são semelhantes, os agentes têm acesso a todas as informações disponíveis referentes a preço, as firmas não possuem vantagens competitivas, há livre entrada e saída de competidores e a oferta e a demanda estão em equilíbrio. Nesse mercado de competição perfeita, no longo prazo, a teoria microeconômica afirma que o retorno de uma empresa não pode ser superior ao seu custo de capital.

Tendo em vista os pontos acima elencados, a motivação para a pesquisa vem do interesse pessoal que carrego desde o início do curso sobre microeconomia, finanças e gestão de negócios. Trabalhar no mercado financeiro, especialmente após ter tido a oportunidade de presidir a Liga de Mercado Financeiro PUC-Rio, apareceu como um caminho natural para mim durante a faculdade e acredito que o entendimento do tema escolhido é de suma importância para o desenvolvimento profissional na área.

II. CONTEXTO INSTITUCIONAL

O mercado de varejo de moda brasileiro é extremamente pulverizado e competitivo. Segundo dados da ABVTEX, em 2020, existiam 141 mil pontos de vendas especializados em vestuário que tiveram um total de receita de 193,2 bilhões de reais. A Lojas Renner SA, que possui 3 marcas e por faturamento é a maior varejista de moda do país, tinha apenas 663 lojas em setembro de 2022. Já segundo a Associação Brasileira da Indústria Têxtil e de Confecção (ABIT), de 8 milhões de trabalhadores da indústria têxtil e do vestuário, em 2019, 6,5 milhões são informais (ABIT).

Ainda, o setor possui poucas barreiras de entrada, haja vista que o capital investido inicial para começar uma operação de vestuário é baixo, muito inferior ao de outras indústrias como a automobilística, bancária ou a hospitalar. Ainda, com o avanço do comércio digital através de sites e de até plataformas sociais como Instagram, Facebook e TikTok, nunca foi tão fácil ter acesso à uma ampla base de potenciais clientes para uma marca incipiente. Assim, após o crescimento explosivo do e-commerce no país, o custo para abrir uma operação de venda de vestuário foi reduzido, vale ressaltar o fenômeno das marcas criadas por *blogueiras* durante a pandemia, principalmente.

Já os consumidores, especialmente para as lojas de departamento, parecem não ter fidelidade exclusiva a uma marca, o que pode ser observado pela baixa concentração das principais marcas de vestuário pelo mundo no mercado endereçável total de vestuário. Além disso, os custos para mudar seus hábitos de compra de moda são ínfimos, há diversas marcas que podem ser acessadas e testadas com um click de distância.

O setor parece, assim, ser um campo fértil para explorar os conceitos de concorrência perfeita.

A firma Lojas Renner SA foi escolhida para estudar os efeitos da eficiência operacional em um setor profundamente competitivo, pois conseguiu de maneira contínua ganhar representatividade do mercado total endereçável e manteve altos níveis de retorno para seus acionistas. Mais além, escolhi a empresa pelo seu histórico de investimentos estratégicos assertivos e sua liderança de executivos provada e muitas vezes premiada pela sua execução.

III. A LOJAS RENNER

3.1) História e fundação

Nascido em 1884, Antonio Jacob Renner fundou o grupo A. J Renner em 1912 focado na produção Têxtil em Porto Alegre, Rio Grande do Sul (RS). Após a fundação da indústria, em 1922, o grupo já era líder em fiação e tecelagem no estado e foi quando Antônio decidiu abrir o primeiro ponto de comércio para artigos têxteis, inicialmente vendendo apenas capas masculinas e capas de lã. Surgia, assim, a Lojas Renner que ao longo dos anos seguintes adotou um *mix* mais amplo de produtos até se tornar uma loja de departamento completa, com venda de roupas, eletrodomésticos, dentre outros ainda na década de 40. Vale ressaltar, que a varejista já em 1934 trabalhava com soluções de crédito.

Além de ser conhecida pela qualidade de seus produtos, a empresa era reconhecida por cuidar muito bem de seus funcionários. Estes tinham acesso à serviços de saúde, maternidades, modelo de remuneração por participação em resultados e a produtos de crédito, algo muito avançado para a época. Sendo assim, os trabalhadores não tinham motivos para participar de greves e na década de 40, o grupo A. J. Renner atravessou ileso a um período de quebradeira de fábricas que o RS estava enfrentando.

Com o crescimento acelerado da unidade de varejo, em 1965, o grupo fez o *spin-off*, empresa criada a partir da controladora, desta operação e a Lojas Renner S.A é estruturada como uma empresa de sociedade anônima. Dois anos após a saída da subsidiária do grupo e a morte de Antônio, a Lojas Renner S.A abre seu capital na bolsa de valores, outro movimento incomum para a época.

A empresa passou por anos turbulentos na década de 80, haja vista a entrada em 1976 da C&A no Brasil, marca extremamente forte e maior concorrente da Renner até os dias atuais. Outrossim, a profunda crise hiperinflacionária que o país estava enfrentando cujo efeito era gravemente sentido pelos consumidores de moda, tornava o cenário desafiador.

Os anos 90 foram marcados por grandes mudanças na empresa. Em 1991, a Renner optou por uma reestruturação, se tornando uma loja de departamento focada exclusivamente em artigos de moda. A mulher brasileira passa a ser o público alvo e portanto a moda feminina é o foco da empresa. José Galló foi selecionado para liderar esta nova fase, aos 41 anos de idade. Sua contribuição imediata é a cultura de encantamento do cliente, extremamente relevante nos dias de hoje, mas que era pouco discutida no mercado na época. Ainda, nesta década, foram abertas as primeiras lojas da companhia fora do RS em Santa Catarina, e posteriormente em São Paulo. Por fim, em dezembro de 1998, o controle acionário da companhia foi transferido para J. C. Penney Brazil, Inc., empresa americana, através de sua subsidiária, J.C. Penney Brasil Investimentos Ltda. Com a entrada de capital da empresa controladora, uma expansão em larga escala em diversos estados brasileiros elevou o patamar de vendas da Renner nos 7 anos seguintes.

Em 2005, a Renner atinge a marca de 66 lojas, ante as 9 em 1994. A empresa está mais profissionalizada e eficiente, após diversos desenvolvimentos estratégicos e operacionais. A J.C. Penney, neste ano, desinveste e cede seu controle na Renner através do mercado de capitais. Na listagem do Novo Mercado da Bovespa, a Lojas Renner S.A se torna a primeira *corporation* brasileira, empresas listadas que possuem controle pulverizado, ou seja, sem controlador majoritário, e capta recursos para acelerar sua expansão como uma empresa independente.

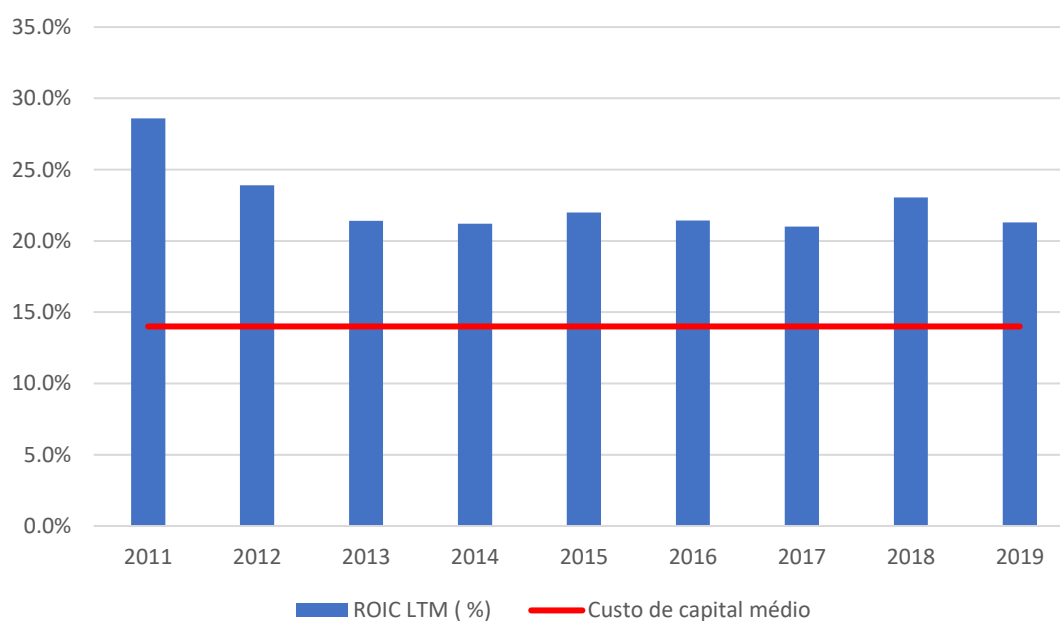
O cenário macroeconômico de alto crescimento nos anos 2000, com baixa inflação e fomento relevante da classe média brasileira e conseqüentemente do consumo das famílias, favoreceu uma expansão valiosa para a Renner que, não apenas estava capitalizada para aumentar seu parque de lojas, mas tinha uma gestão e planejamento estratégico muito eficientes.

Em 2011, a Lojas Renner S.A faz sua primeira aquisição, entrando no setor de casa e decoração com a Camicado, operação que possuía 27 lojas e um centro de distribuição. Em 2013, a Youcom, que nasceu dentro do grupo como uma das marcas de *life style* exposta nas lojas da Renner, ganhou destaque com uma operação de 15 lojas próprias no ano focadas no público jovem, 18 a 35 anos.

O Cartão Renner (*Private Label*) foi criado em 1973. Ele é um dos primeiros cartões de uma loja de departamentos no Brasil. Em 2012, a Renner ainda lançou um produto inovador para a época, o Meu Cartão (*co-Branded*), com as bandeiras Visa e Mastercard, que pode ser aceito em qualquer estabelecimento dentro e fora do país. Ambos os produtos foram criados para aumentar as vendas das lojas, dado que o consumidor brasileiro historicamente teve baixo acesso a crédito. Entretanto, foi apenas em julho de 2017 que foi fundada a Realize Crédito, Financiamento e Investimento S.A. (Realize CFI), instituição financeira 100% controlada pela Lojas Renner. Além desse feito, a Companhia abriu as suas primeiras lojas no Uruguai e nos anos seguintes na Argentina.

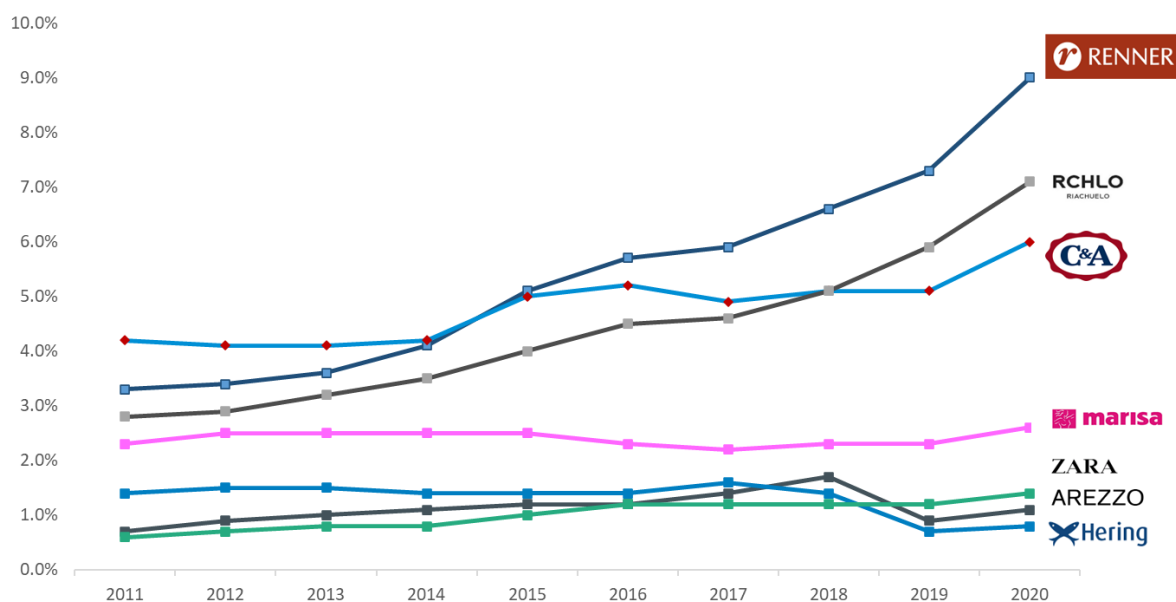
Até 2022, a Lojas Renner S.A. se tornou a maior varejista de moda do Brasil, ganhando *market share*, % de vendas total do mercado, consistentemente e com excelentes retornos para seus acionistas, como visto nos gráficos abaixo. Não consideramos a informalidade do setor nos dados analisados. Na sessão seguinte, serão ressaltadas as estratégias executadas que possibilitaram isso.

Figura 1: ROIC (retorno sobre capital investido) da Renner consistentemente acima do custo de capital, resultando em criação de valor.



Fonte: Site de relação com investidores da Lojas Renner SA, elaboração própria.

Figura 2: *Market share* das principais varejistas brasileiras.



Fonte: Euromonitor e sites de relação com investidores da companhias no gráfico.

3.2) Principais projetos ao longo do tempo e a criação de vantagens competitivas temporárias

A Renner, em especial, trabalha com ciclos estratégicos de 7 anos que nos permite aprofundar nas iniciativas que alavancaram o retorno para os acionistas da companhia, como por exemplo a adoção do modelo *push and pull* (Empurre e Puxe), criação do sistema de *Life Style* (Estilo de vida), automatização de CDs (centros de distribuições) e a implementação da tecnologia de RFID (*radio frequency identification*) em todas as lojas durante o último ciclo.

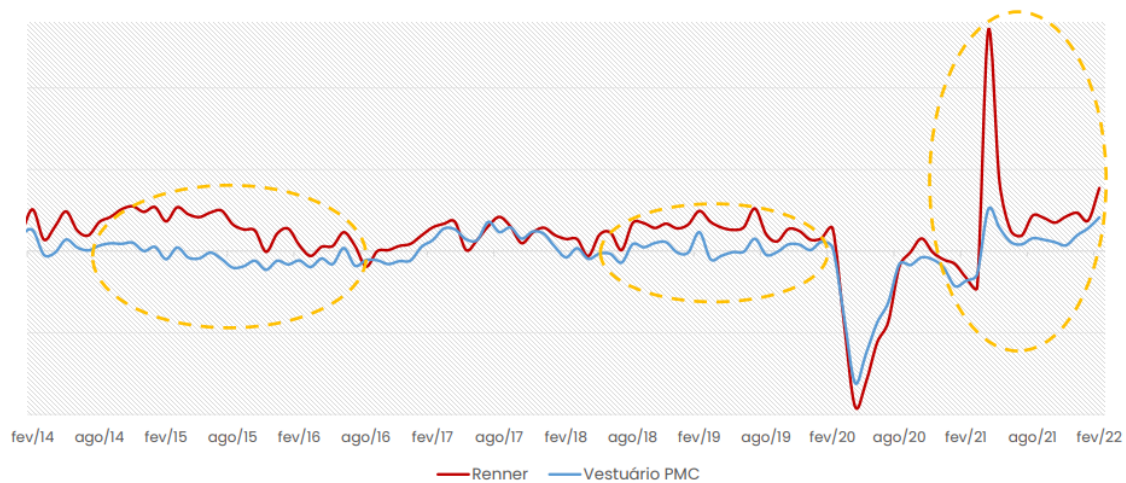
O objetivo desta sessão não é fazer uma lista extensiva de iniciativas da Lojas Renner S.A, mas sim trazer os projetos mais importantes realizados nas últimas décadas que foram decisivos para companhia se manter a frente da competição.

Sob a liderança de José Galló durante o período em que a JC Penny era a controladora, a Renner adotou o conceito de *life styles*. Basicamente, todas as marcas próprias da varejista seriam pensadas e ordenadas desde a sua fabricação até a exposição

das peças nas lojas de acordo com um ordenamento de estilos de vida. Assim, os clientes criam um maior vínculo com a proposta de cada marca e a Renner consegue ser mais assertiva nas suas coleções. Para as operações, esta mudança foi um grande desafio pelo lado de integração de estoques, classificação de prioridades produtivas, logística e desenho de loja. Com a formidável gestão no período, a iniciativa proporcionou uma expansão de margem e aumento no *ticket* médio. A empresa continuou se alavancando nesta estratégia, lançando em julho de 2009, por exemplo, três novas marcas próprias.

Sendo assim, A Renner criou um sistema de *store in store*, presença de sub lojas dentro de uma loja, com cerca de oito estilos centrais, onde a cliente consegue se direcionar para aquele *corner*, canto da loja específico, e ser mais assertivo na escolha da sua roupa. Com menos opções disponíveis dentro do estilo correto, a loja aumenta a conversão de vendas quando comparado a outros modelos tradicionais. Esse é um dos fatores que permite a empresa crescer acima da média de mercado ano após ano, como apresentado na figura 3.

Figura 3: Renner apresentou crescimento consistentemente superior ao do mercado.



Fonte: Site de relação com investidores da Lojas Renner SA.

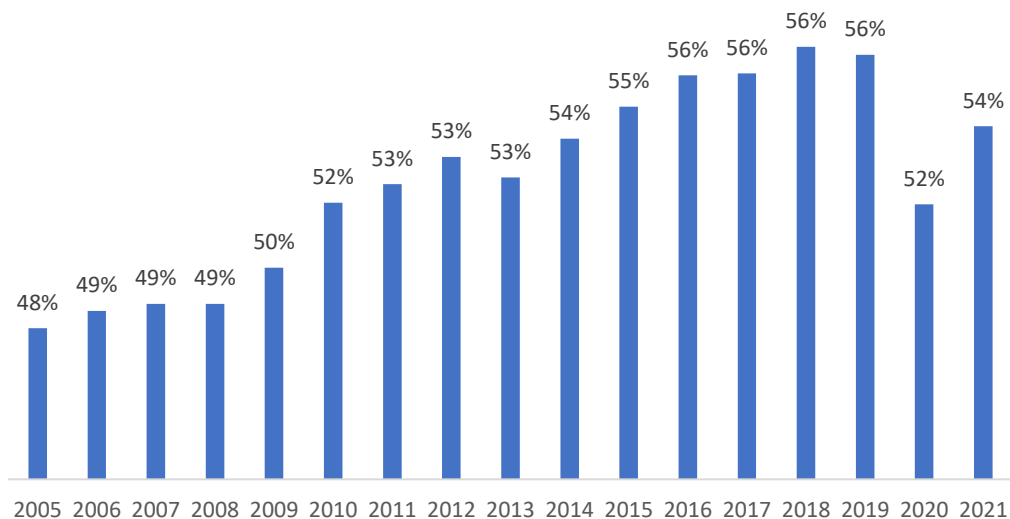
No modelo de *Fast Fashion* (moda rápida), o *Lead Time*, ou seja, o tempo que demora para a peça sair de um desenho para a produção e posteriormente estar na vitrine

da loja é o nome do jogo. O produto deve estar disponível durante as 4 coleções (inverno, verão, outono e primavera) nos períodos exatos de demanda e minicoleções devem ser criadas, para garantir sortimento novo constante ao longo dessas coleções. Assim, a varejista cria mais desejo e vontade de retornar a loja por parte da consumidora. A Zara foi pioneira neste modelo e a Renner uma das primeiras varejistas de moda a adotar o sistema no Brasil entre o final dos anos 2000 e 2015.

Mais do que isso, a cadeia precisa ser reativa as mudanças de demanda observadas nas lojas. Quanto mais eficiente a produção e a operação, mais produtos demandados pelos clientes estarão disponíveis nas lojas e menos descontos nas vendas serão feitos. Complementarmente, foi introduzido o modelo *Push and Pull*, no qual a Renner desenvolveu um modelo de *feedback* rápido dos colaboradores nas lojas para a área de inteligência de dados que aciona a cadeia produtiva integrada para acelerar a produção dos itens mais comprados e desacelerar ou até eliminar os demais. O mantra da companhia é ter produtos de qualidade no preço correto no *timing* correto onde o cliente está demandando aquele produto específico. As vantagens financeiras advindas dessas estratégias são enormes. Para mencionar algumas, há uma redução no número e custo de fretes, um menor gasto com pessoal, uma redução de descontos necessários para efetuar o mesmo volume de vendas e uma menor necessidade de estoques.

Todos esses pontos fazem com que a rentabilidade da companhia expanda acima de suas vendas ao longo dos anos, assim como visto na figura 4.

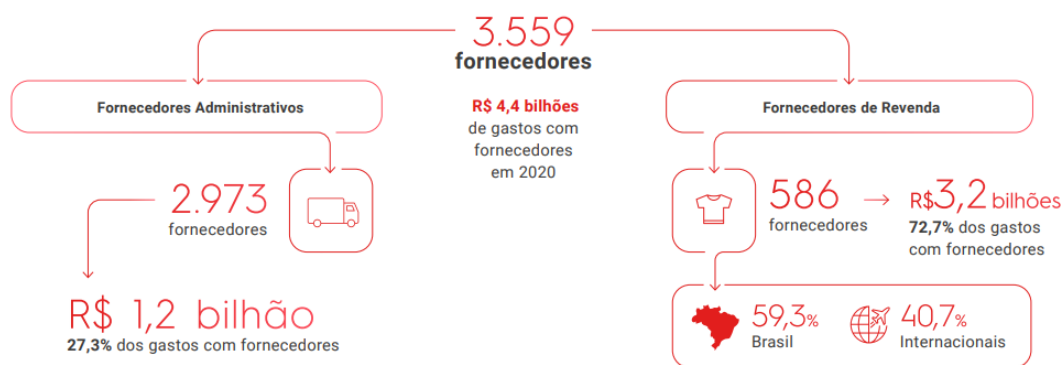
Figura 4: Expansão da margem bruta de varejo da Renner desde 2005.



Fonte: Site de relação com investidores da Lojas Renner SA, elaboração própria.

A Cadeia de desenvolvimento de produtos de moda envolve uma soma de pequenos processos de alta complexidade. A Renner se tornou ao longo de sua história um exemplo de eficiência, gerindo, em 2020, mais de 3500 fornecedores, como indica a figura 5 abaixo. Isso porque há uma necessidade de conhecimento específico das regiões onde se está presente, necessidade de um time grande com *know how* de desenvolvimento e com conhecimento do público alvo e da cadeia de fornecedores. Além da necessidade de sistemas de ponta, como um OMS (sistema de gerenciamento de ordens) e um ERP (*Enterprise resource planning*), planejamento de recursos empresariais, integrado. A empresa desenvolveu uma extensa rede de fornecedores nacionais ao longo das últimas décadas. Os pedidos são realizados, produzidos e entregues inclusive durante a coleção o que permite uma menor necessidade de reter estoque, melhorando a dinâmica de capital de giro, e mais assertividade na venda, aumentando receita e margem bruta. A Renner é um varejo de moda, mas o time de criação tem flexibilidade para perseguir a moda da atualidade que cabe dentro da proposta esperada pelo público alvo. É diferente do varejo de uma marca específica que tem um risco muito maior da marca “cair em desuso”.

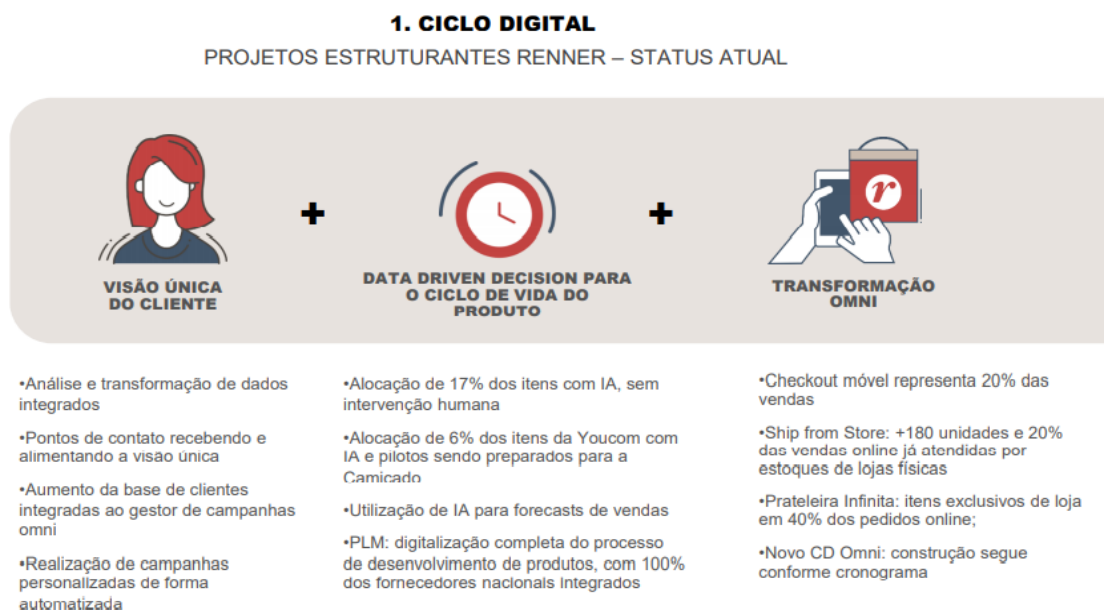
Figura 5: Fornecedores parceiros da Renner.



Fonte: Site de relação com investidores da Lojas Renner SA.

Por fim, a Renner está passando por um ciclo de investimentos para se tornar um ecossistema de moda e *life style*, com um nível de serviço alto. A omnicanalidade, capacidade de o cliente transacionar entre os canais digitais e físicos disponíveis de maneira fluida, é essencial para este objetivo.

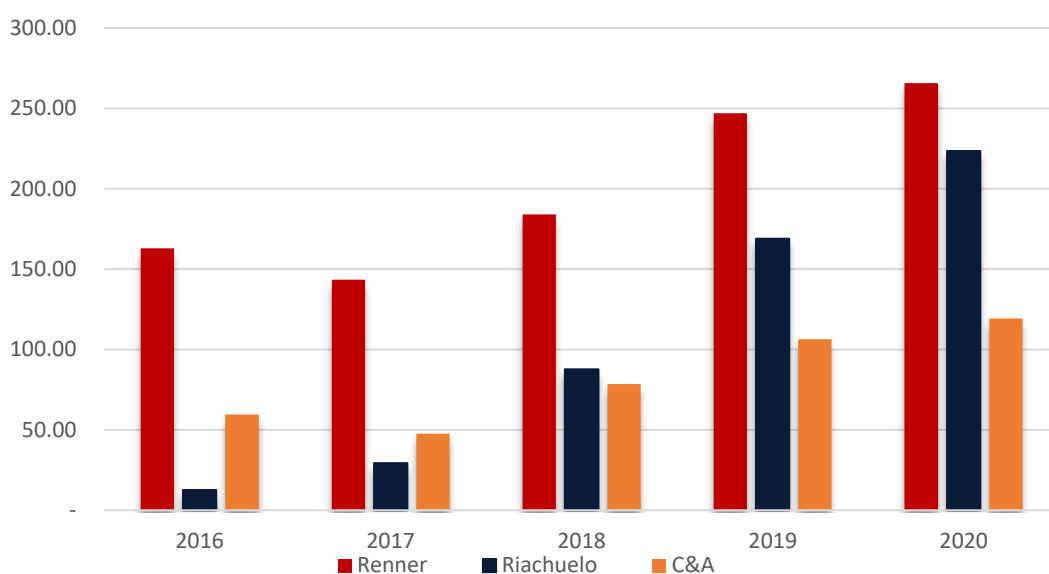
Figura 6: Visão estratégica da Renner para seu novo ciclo de investimentos de 7 anos iniciado em 2019.



Fonte: Site de relação com investidores da Lojas Renner SA.

Historicamente, a companhia investiu mais que suas principais concorrentes em tecnologia como a figura abaixo mostram. Sendo assim, a empresa aumenta as oportunidades de redução de custos e de expansão de receita com vendas digitais mais volumosas.

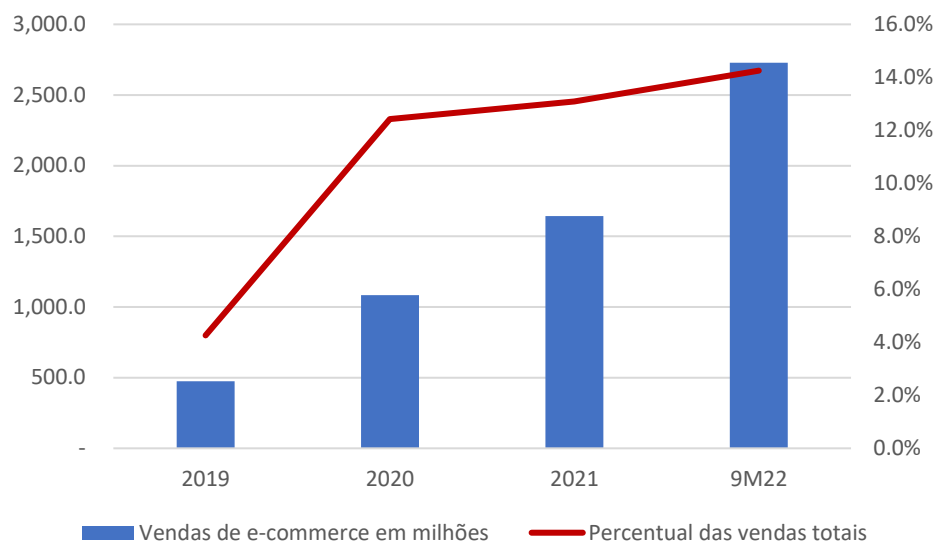
Figura 7: Investimentos em TI dos principais concorrentes brasileiros da Lojas Renner SA.



Fonte: Site de relação com investidores das empresas, elaboração própria.

Nesse sentido, a Renner conseguiu surfar o crescimento das vendas digitais durante e pós a pandemia do Covid-19, como mostra a figura a seguir.

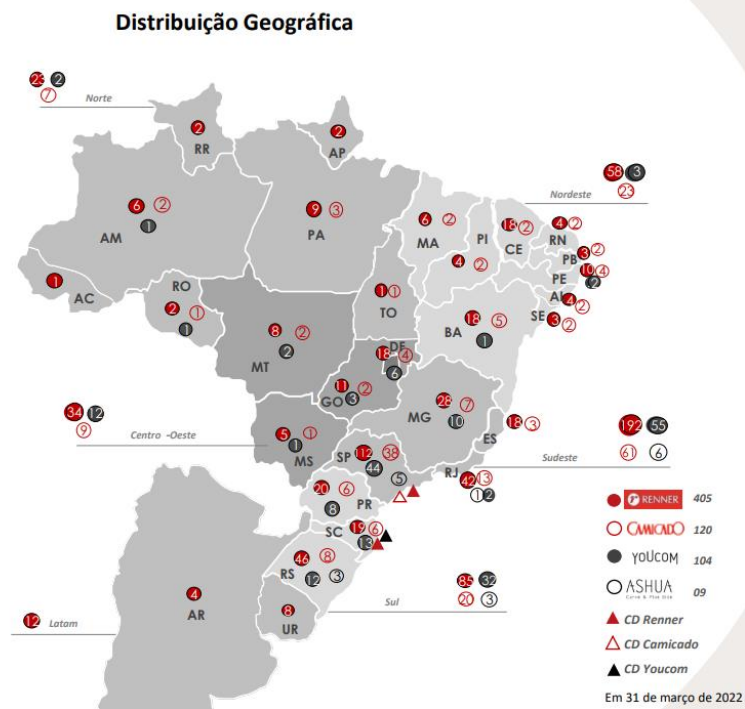
Figura 8: Vendas de e-commerce em milhões e vendas do e-commerce como percentual das vendas totais.



Fonte: Site de relação com investidores das empresas, elaboração própria.

Em um cenário de omnicanalidade crescente, a escala, portanto, é muito relevante para garantir lojas mais próximas dos clientes e assim, ter entregas mais rápidas e menos custosas. A firma opera 4 centros de distribuições (CDs) e mais de 600 lojas em todo o Brasil, como observado na figura abaixo. Ela está aumentando a sua eficiência logística com um grande investimento em um novo CD localizado em Cabreúva (SP), com as mais modernas tecnologias de automatização robótica na separação e armazenamento de produtos.

Figura 9: Distribuição geográfica das lojas e CDs.



Fonte: Site de relação com investidores da Lojas Renner SA.

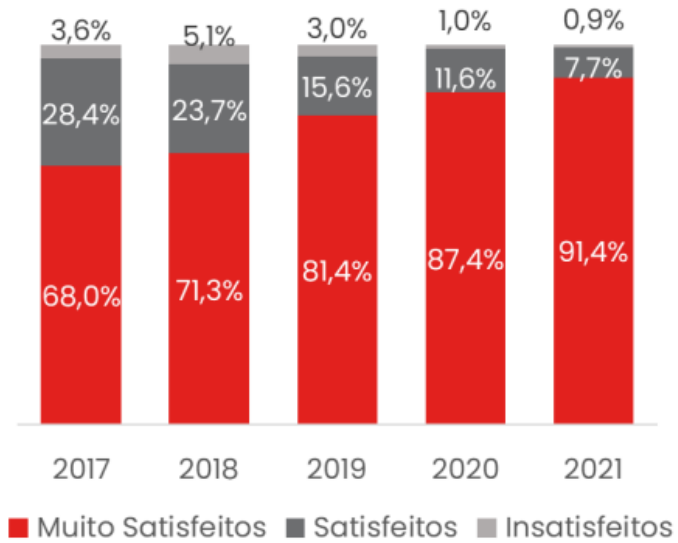
3.3) Gestão, cultura, prêmios e reconhecimentos.

A gestão, principalmente com a influência do Galló, acredita na cultura de dono, no controle na vírgula do ponto de loja, investimento constante em tecnologia, inquietude na busca de *benchmarks* globais.

Renner reconheceu que o cliente deveria ser “encantado” há muitos anos. Essa cultura permeia o nível de treinamento desde o estagiário até o CEO. Histórias concretas de encantamento que ocorrem no chão de loja são escritas em um manual e passadas para toda a companhia. A Companhia foi uma pioneira na instauração de uma cultura focada no cliente (*customer centric*). A criação do Encantômetro, a mais de 20 anos, que mensura a experiência de compra dos clientes nas lojas da Renner é um dos principais indicadores olhados pela gestão e acionistas da empresa até hoje.

Figura 10: Encantômetro Renner.

Satisfação dos Clientes Encantômetro



Fonte: Site de relação com investidores da Lojas Renner SA.

Figura 11: Encantômetro painel nas lojas Renner.



Fonte: Site de relação com investidores da Lojas Renner SA.

A página de relação com investidores da Renner tem um longo histórico de todos os prêmios recebidos por seus diretores e pela própria companhia ao longo de décadas. Apenas para ressaltar alguns mais recentes:

- Em 2020, foi a “Companhia Mais Reconhecida” no Ranking da *Institutional Investor* no setor de Varejo da América Latina em diversas categorias como melhor CEO (Fabio Faccio - 2º lugar no Geral, no *Buy-side* e 1º no *Sell-Side*).
- Prêmio Merco responsabilidade e governança corporativa melhor empresa de varejo 2020, 12ª posição no geral Brasil (21 posições à frente dos resultados de 2019).

Outrossim, o atual CEO da empresa, Fabio Faccio foi um dos dez eleitos como melhores CEOs de 2022 pela Forbes.

IV. TEORIA MICROECONÔMICA: O CENÁRIO DE COMPETIÇÃO PERFEITA

A ideia deste capítulo é explicar o conceito de competição perfeita e como no longo prazo, em cenários de competição perfeita, os retornos das empresas inseridas neste mercado deveriam ser iguais ao custo de capital, ou seja, o lucro econômico deveria tender a zero. Entretanto, o termo longo prazo é amplo, e no curto-médio prazo, empresas conseguem criar vantagens competitivas através de eficiências que, ao longo do tempo, podem e devem ser igualadas pelos demais participantes.

4.1) Condições para a origem de uma indústria perfeitamente competitiva

Segundo Paul Krugman e Robin Wells no livro "Introdução à Economia", Capítulo 12 Competição Perfeita e Curva de Oferta, existem duas condições necessárias para a competição perfeita:

“Primeiro, para que uma indústria seja perfeitamente competitiva, ela precisa ter muitos produtores, e nenhum deles pode ter uma partição de mercado grande... Portanto, a segunda condição necessária para que uma indústria seja competitiva é que o produto da indústria seja padronizado.” (KRUGMAN e WELLS, 2015, p.300)

Os autores ressaltam que muitas indústrias de concorrência perfeita são marcadas por terem livre entrada e saída de firmas. Isso quer dizer que não existem barreiras de entrada, legais ou fundamentais, que criem obstáculos para a chegada ou à partida de empresas no setor.

4.2) Preço em competição perfeita

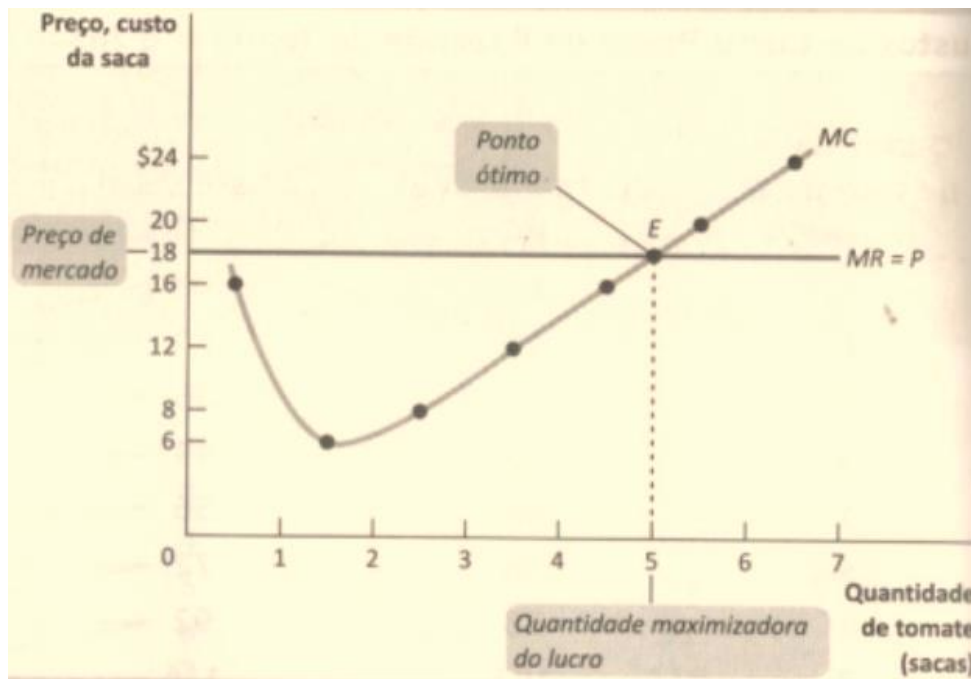
Em um mercado de competição perfeita, consumidores e produtores são tomadores de preços. Isso quer dizer que independentemente das ações individuais de um agente em quaisquer um dos lados, demanda ou oferta, o preço de mercado do serviço ou bem comercializado não será afetado. Ou seja, os preços de mercado estão dados.

Para ilustrar, podemos pensar no mercado de milho, uma *commodity*. Existem milhares de produtores no mundo. Se um agricultor X no Brasil, exclusivamente, conseguir, por quaisquer motivos, aumentar sua produção, tal feito será irrelevante para a relação de demanda e oferta global e conseqüentemente o preço de mercado. Por outro lado, a ocorrência de um fenômeno climático nos Estados Unidos poderia alterar a oferta, uma vez que interferiria na produção de um percentual relevante do total de produtores de milho. Sendo assim, ações individuais não conseguem desequilibrar o preço de mercado.

4.3) Curva de demanda e oferta da indústria perfeitamente competitiva e lucro econômico

De acordo com a regra de produto ótimo do produtor, em concorrência perfeita, uma empresa maximizará seus lucros quando sua receita marginal (receita gerada pela venda de uma unidade produto adicional) for igual ao seu custo marginal (despesa gerada pela produção de uma unidade de produto adicional). Outrossim, para uma firma tomadora de preço, seu lucro será maximizado quando produzir até o ponto que a unidade marginal produzida tiver seu custo equivalente ao preço de equilíbrio dado pelo mercado. Portanto, nesse caso, a receita marginal será idêntica ao preço.

Figura 12: Quantidade de produto que maximiza o lucro da firma tomadora de preço.



Fonte: Paul Krugman & Robin Wells "Introdução à Economia" Capítulo 12 Competição Perfeita e Curva de Oferta (tradução da 3a edição).

As firmas entraram em um mercado de competição perfeita se tiverem a capacidade de, pelo menos, ter um lucro econômico igual a zero. Segundo Paul Krugman e Robin Wells no livro "Introdução à Economia", Capítulo 12 Competição Perfeita e Curva de Oferta, o lucro econômico é:

“...uma medida baseada no custo de oportunidade dos recursos usados no negócio. Para usar uma formulação um pouco diferente: para calcular o lucro, o custo total da empresa incorpora o custo implícito – os benefícios aos quais se abdicou no melhor uso seguinte dos recursos da firma – e o custo explícito na forma dos gastos efetivos em dinheiro... o lucro econômico incorpora os custos de oportunidade dos recursos de propriedade da empresa e usados na produção, enquanto o lucro contábil não os incorpora.” (KRUGMAN e WELLS, 2015, p.305)

Esse “custo de oportunidade” mencionado pode ser calculado de diversas formas. Neste documento, utilizaremos a metodologia CAPM para encontrá-lo no capítulo VI. Até lá, podemos pensar nele como o retorno que o dono da empresa teria se ao invés de investir no negócio, como por exemplo na compra de máquinas agrícolas para produção de milho, ele invista seu capital em um título de renda fixa livre de risco que lhe renda a

Selic, que na data presente está em 13,75%. Ou seja, no caso de uma empresa que necessita de um investimento de 1.000 reais para operar, além dos custos explícitos, no cálculo do lucro econômico, temos que descontar um custo implícito de 137 reais e 50 centavos.

Uma empresa terá lucro econômico zero, apenas quando o preço de mercado é igual ao preço que equilibra a sua equação de receita e custo, ou seja quando receita é igual ao custo total.

4.4) Distinções competitivas no curto e longo prazo

Em grande razão dos mercados de concorrência perfeita, a entrada e saída de empresas é livre. Firms decidem entrar quando possuem a oportunidade de obter lucro econômico igual ou superior a zero e sair quando é inferior a zero. Sendo assim, se no curto prazo, as empresas são lucrativas, ou seja, conseguem ter retornos sobre seu capital investido acima do custo de oportunidade, mais e mais firmas serão atraídas para entrarem no mercado de modo que no longo prazo, os retornos confluem para o custo de oportunidade.

Desta afirmação, surgem dois questionamentos.

Primeiro, qual a definição de curto e longo prazo? Quantos anos precisam se passar para que o mercado de competição perfeita chegue ao equilíbrio?

E, em segundo lugar, como no curto prazo, empresas inseridas em um mercado perfeitamente competitivo podem ter retornos sobre seu capital investido acima do custo de oportunidade?

Apesar da primeira indagação não possuir uma resposta matemática, a resposta da segunda oferece uma sugestão parcial para sua antecessora.

Segundo Bruce GreenWald, professor na *Columbia Business School*, no livro "*Competition Demystified*", Capítulo 18 *The Level Playing Field, Flourishing in a Competitive Environment*, empresas cercadas por milhares de competidores atingem melhores retornos, por um período de tempo indefinido, através da eficiência operacional:

“Instead of being protected by barriers to entry, most firms operate on a level playing field where they confront a large and frequently elastic set of competitors. Firms in this position have a single strategic imperative: they need to focus relentlessly on being as

efficient and effective as possible in all of their business operations... It also requires a productive return on the money spent... applies to the returns on marketing campaigns, research and development, technology and other capital expenditures, human resources, financial management, and all the other functions that make up a modern business. The rewards from superior management that stresses efficiency and productivity can be comparable to those arising from structural competitive advantages. Well-managed companies have been able to outperform their peers over long periods of time in industries without structural competitive advantages.” (GREENWALD e KAHN, 2015, p.363-364)

A partir de uma leitura própria, temos que:

“Ao invés de estarem protegidas por barreiras de entrada, a maioria das empresas opera em um campo de atuação nivelado, onde enfrentam um conjunto grande e frequentemente elástico de competidores. As empresas nesta posição precisam ter uma única e indiscutível estratégia: elas precisam se concentrar incansavelmente em ser o mais eficiente e eficaz possível em todas as suas operações de negócios.... Também requer um retorno produtivo sobre o dinheiro investido... aplica-se aos retornos sobre campanhas de marketing, pesquisa e desenvolvimento, tecnologia e outras despesas de capital, recursos humanos, gerenciamento financeiro e todas as outras funções que compõem um negócio moderno. As recompensas de uma administração superior que enfatiza a eficiência e a produtividade podem ser comparáveis àquelas decorrentes de vantagens competitivas estruturais. Empresas bem administradas conseguiram superar seus pares por longos períodos de tempo em setores sem vantagens competitivas estruturais. ” (GREENWALD e KAHN, 2015, p.363-364, tradução nossa)

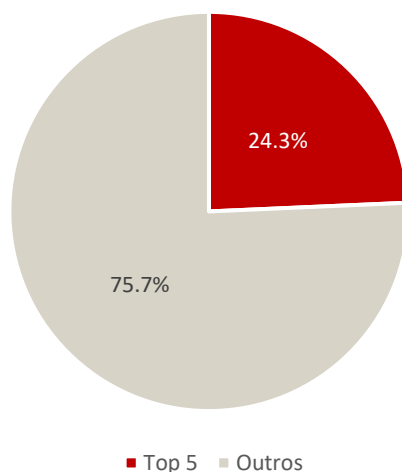
Tais investimentos que no curto prazo permitem uma empresa sobressair em relação a seus competidores, mencionados por Greenwald e Kahn, no caso da Renner, foram descritos no capítulo III, bem como a eficiência em alocação de capital e gestão por parte da diretoria corporativa da companhia.

Nos próximos dois capítulos, veremos como o varejo de vestuário brasileiro se assemelha a um cenário de competição perfeita e como a Lojas Renner SA, a despeito disso, conseguiu entregar excelentes retornos sobre o capital empregado no período e para seus acionistas.

V. A DINÂMICA E ORGANIZAÇÃO COMPETITIVA DO VAREJO DE MODA

O mercado de varejo de moda brasileiro é extremamente pulverizado e competitivo. As 5 maiores empresas do setor possuem apenas algo próximo a 24.3% do faturamento total e a Renner individualmente aproximadamente 9%. Entretanto, a empresa demorou aproximadamente 10 anos para sair de um pouco mais que 4% de *market share* para o patamar atual, através de uma longa jornada de bons investimentos.

Figura 13: Pulverização do mercado de moda brasileiro.



Fonte: Euromonitor e elaboração própria.

Em relação a outros países, a Renner tem um *market share* relativamente em linha com os líderes do setor. Notável que em nenhum país uma empresa conseguiu ultrapassar a marca de 20% do mercado, mesmo quando consideramos que a Inditex possui diversas marcas dentro do grupo, a maior e mais conhecida sendo a Zara.

Figura 14: *Market share* dos principais varejistas de moda em seus respectivos países de atuação, exemplifica a dificuldade estrutural de concentrar faturamento no segmento.

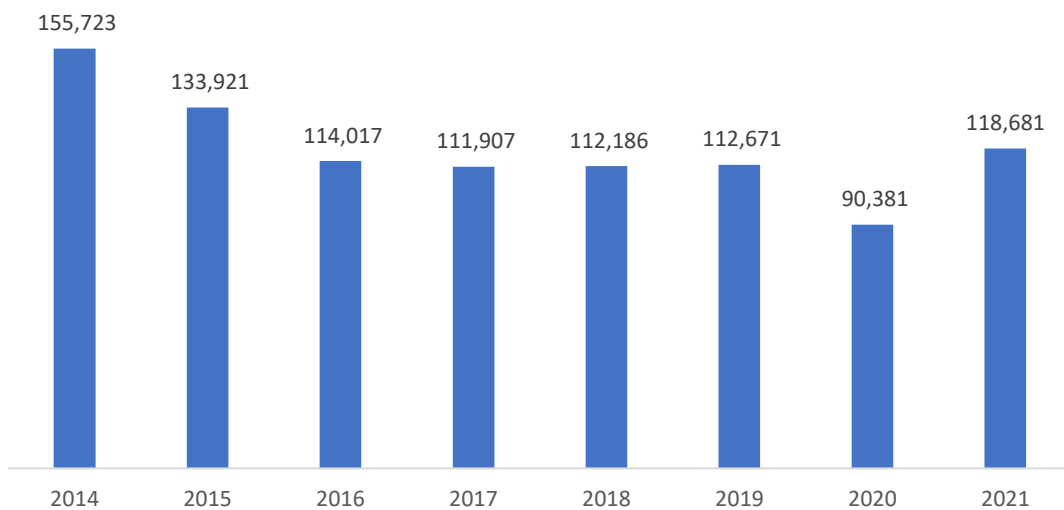
País	Maior Varejista de vestuário	Market share 2020
Espanha	Inditex	19.80%
Japão	Uniqlo	15.50%
Chile	Falabella	13.10%
Brasil	Renner	8.20%
México	Inditex	8.00%
Reino Unido	Primark	5.40%
Alemanhã	H&M	4.80%
França	Inditex	4.70%
Argentina	Kevingston	2.10%

Fonte: Nielsen e elaboração própria.

Segundo a Confederação Nacional do Comércio de Bens, Serviços e Turismo (CNC), em 2021, existiam aproximadamente 118 mil lojas de varejo de vestuário e calçados no Brasil. Neste ano, foram abertas 28.300 lojas de vestuário e calçados no Brasil, em contraste com as 22.290 lojas fechadas em 2020. O gráfico abaixo indica que o setor tem como característica a livre entrada e saída de empresas, haja vista a mudança considerável de lojas ano contra ano. Ademais, a enorme quantidade de lojas no país contrasta com as 663 lojas da Renner em setembro de 2022.

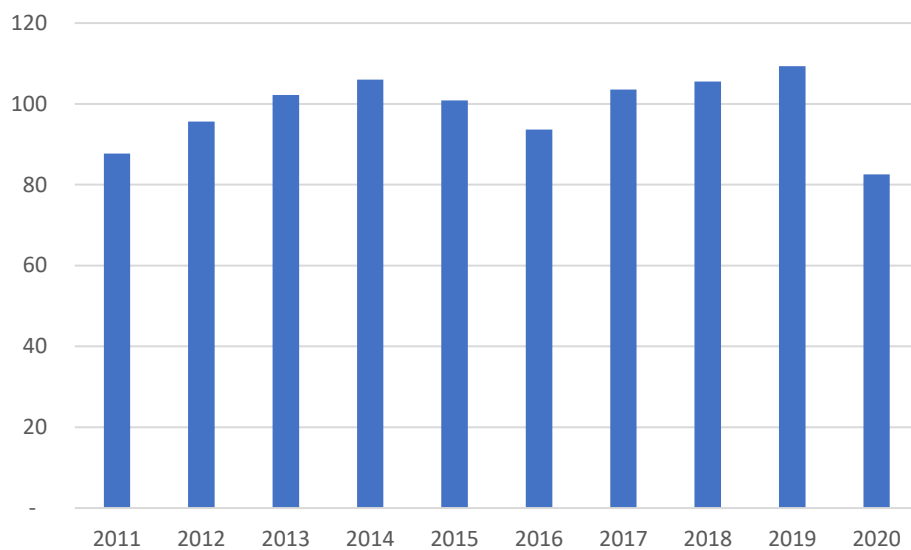
É interessante notar que o fato de haver livre entrada e saída de firmas do mercado já é condição suficiente para satisfazer, mesmo em concorrência monopolística, que lucro econômico tenda a zero no longo prazo para as companhias inseridas em tal segmento.

Figura 15: número de lojas especializadas em varejo de vestuário e calçados.



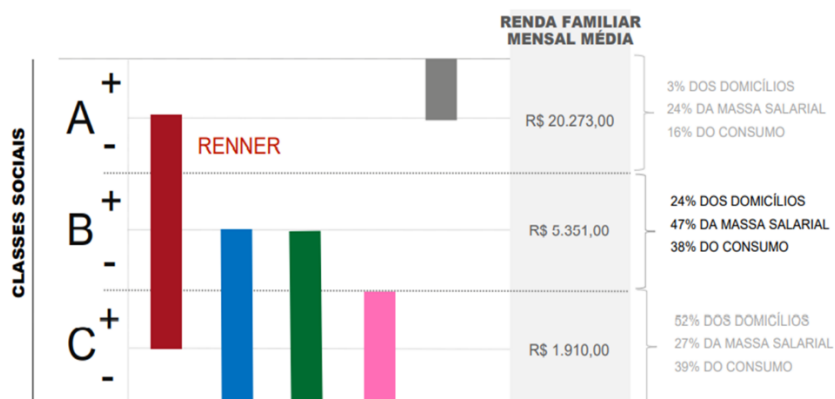
Fonte: CNC e elaboração própria.

Figura 16: Mercado total endereçável de varejo de moda em bilhões de reais.



Fonte: Elaboração própria e Euromonitor.

Figura 17: Posicionamento de mercado das lojas de departamento brasileira listada em bolsa.

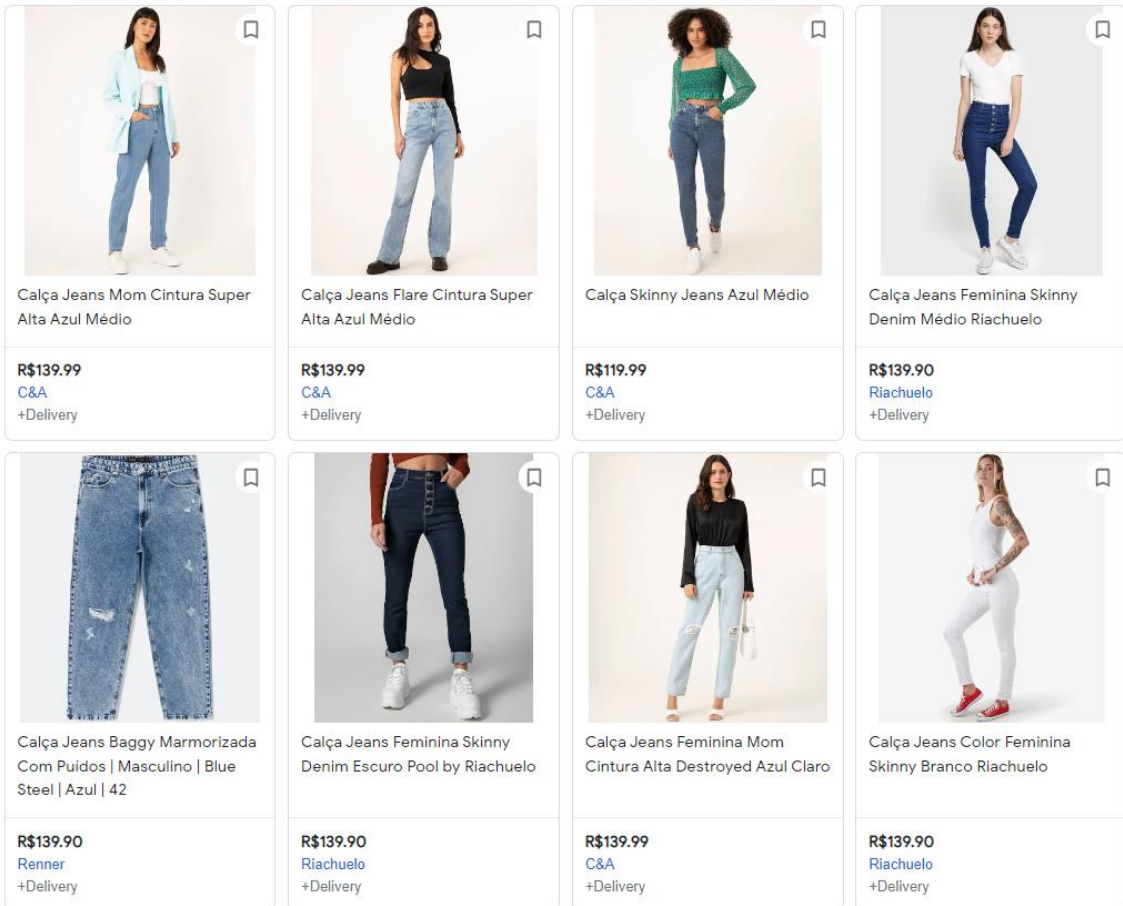
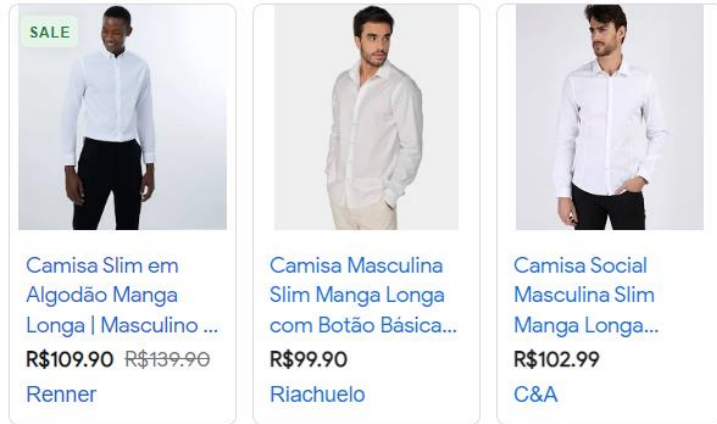
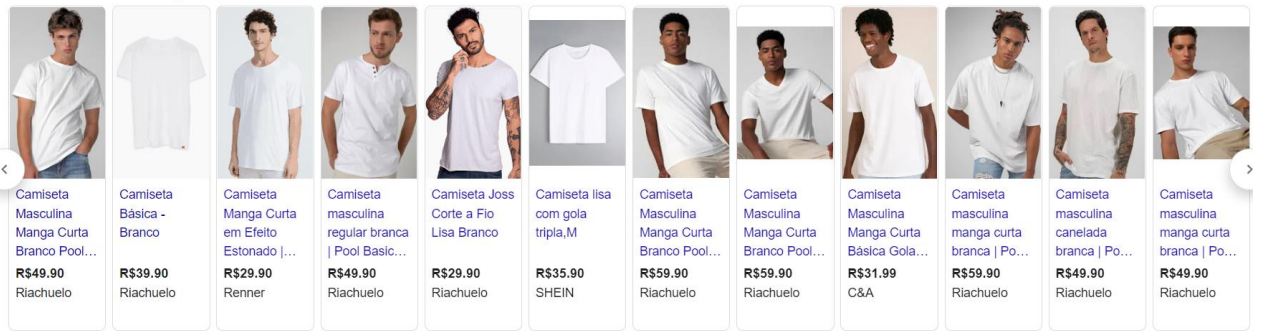


Fonte: Site de relação com investidores da Lojas Renner SA.

Em relação a padronização dos produtos, podemos observar através de uma análise empírica que produtos semelhantes, como uma camisa branca de algodão ou uma calça jeans, possuem preços similares, apesar de não idênticos, entre as competidoras. Não seria errado assumir que em equilíbrio, a maioria das lojas do setor varejista de vestuário brasileiro, não possuem poder de marca, como uma Animale, Farm, Arezzo, Schutz, dentre outras, para elevar preços na medida que desejam.

Se a Renner, por exemplo, decidir dobrar o preço das camisetas brancas vendidas em suas lojas, certamente uma parte relevante da demanda seria direcionada para seus concorrentes, na medida que oferecem produtos parecidos. Sendo assim, em alguma medida a Renner e todas as demais lojas de departamento de moda são tomadoras de preço.

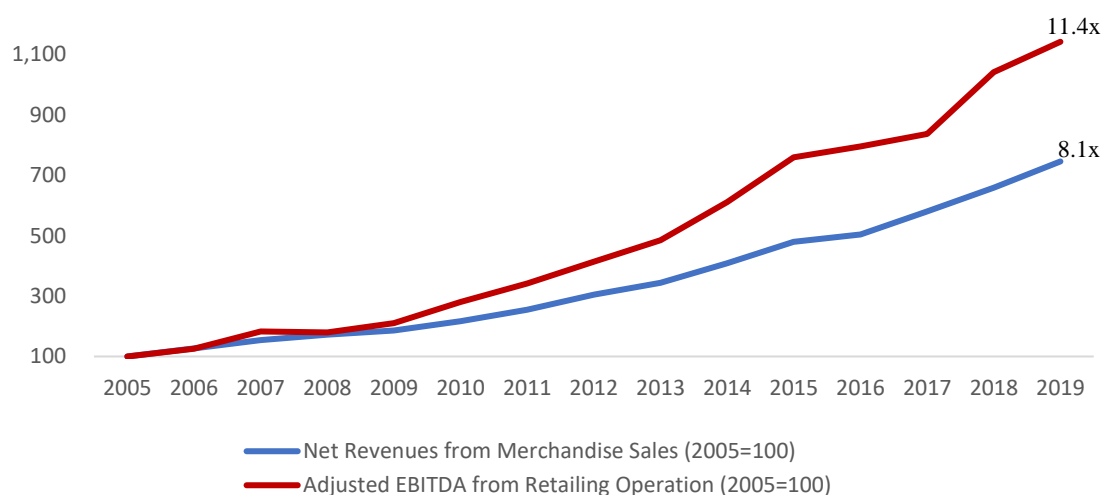
Figuras 18 e 19: Produtos comparáveis entre as principais empresas do setor, Renner, Riachuelo e C&A.



Fonte: Pesquisa Google.

Mesmo nesse ambiente extremamente competitivo, a Lojas Renner SA apresentou um crescimento de receita líquida impressionante entre 2005 e 2019 que foi acompanhado de uma significativa expansão de margem e consequentemente de EBITDA (lucro antes de impostos, depreciação e amortização e pagamento de juros). Os anos de 2020 e 2021 não foram incluídos no gráfico abaixo devido ao impacto negativo relevante e externo da pandemia do COVID-19.

Figura 20: Crescimento de EBITDA e Receita Líquida (base de 2005 =100).



Fonte: Site de relação com investidores da Lojas Renner SA, elaboração própria.

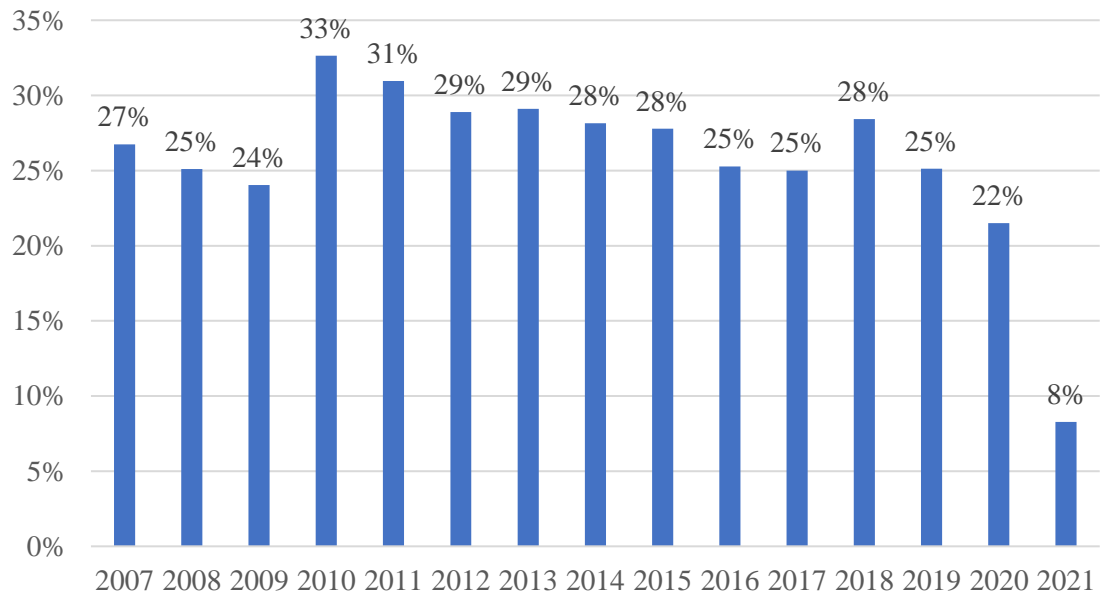
VI. MEDIDAS DE RETORNO E DE CUSTO DE OPORTUNIDADE DA LOJAS RENNER SA

O retorno sobre patrimônio líquido ou *Return over Equity* (ROE) e o retorno sobre capital investido ou *Return over Invested Capital* (ROIC) da Lojas Renner SA, ambas medidas da qualidade dos investimentos e comparável com o custo de oportunidade, são extraordinários e consistentes nos períodos observados.

Para o cálculo do ROE, temos que:

- $ROE = \text{Lucro líquido} / \text{patrimônio líquido médio}$

Figura 21: Retorno sobre patrimônio líquido (ROE).



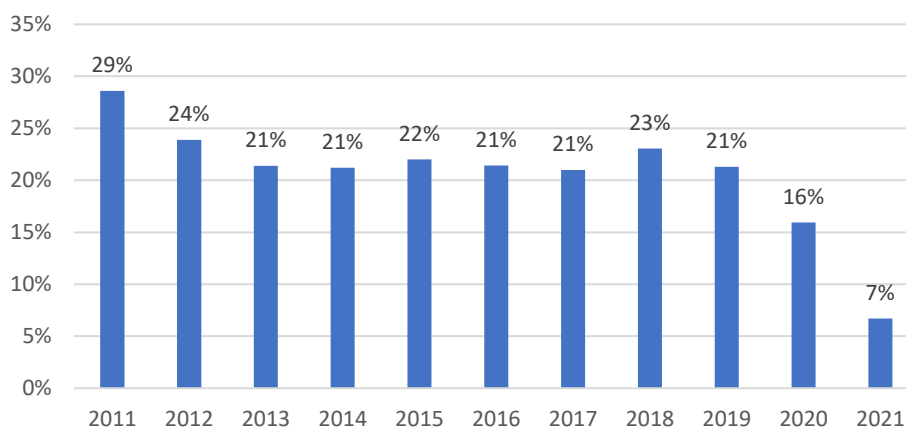
Fonte: Elaboração própria e site de relação com investidores da Lojas Renner SA.

Para o cálculo do ROIC, temos que:

- $ROIC = NOPAT / \text{Capital investido médio}$
- $NOPAT = \text{lucro operacional líquido após os impostos}$

A Lojas Renner divulga essa relação em seus resultados trimestrais como mostrado na figura abaixo.

Figura 22: Retorno sobre capital investido (ROIC) na operação de varejo.



Fonte: Elaboração própria e site de relação com investidores da Lojas Renner SA.

Com o objetivo de averiguar se a empresa conseguiu entregar lucro econômico positivo para seus acionistas ao longo do tempo, através do modelo CAPM, é possível encontrar o custo de oportunidade implícito. Em relação ao retorno sobre capital próprio, a medida a ser utilizada é o Custo de Capital Próprio (KE). Já para o retorno sobre capital investido, é necessário ter uma ponderação entre o custo de capital próprio e o custo de se financiar por dívida. Sendo assim, será usado o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) A seguir, são apresentados os cálculos realizados.

Para o cálculo do custo de capital próprio (KE), temos que:

- $KE = \text{taxa livre de risco}(rf) + \text{Beta}((\text{premium de risco de se investir em ações}) - (\text{taxa livre de risco}))$

Para estimar o custo de capital próprio (KE), utilizamos uma taxa livre de risco de 10.49%, que encontramos através da Curvas de Juros pré 2520 dias (13,05%) subtraindo o risco de não honrar os compromissos da dívida (*Default Spread* de 2,56%). O *Default Spread* utilizado é calculado anualmente para diversos países por Aswald Damodaran, professor de finanças na *Stern School of Business da New York University*. Também usamos um Beta alavancado de 0,562, calculado como a média de Betas desalavancados de 5 anos da Renner, da C&A e da Guararapes, que foram encontrados usando o retorno das ações das empresas nos últimos 5 anos e a média na relação de dívida e patrimônio líquido, em relação ao índice Bovespa, calibrado para a estrutura de capital da Renner e sua alíquota de imposto efetiva de 23%. Importante lembrar que o Beta é uma medida de risco relativo encontrada dividindo a covariância dos retornos da Renner com o IBOV

pela variância do retorno do IBOV no período analisado. Finalmente, utilizando um prêmio de risco de capital maduro de 7.21% estimado também por Aswald Damodaran. O valor final para o custo de capital próprio (KE) calculado foi de 14.5%, como indica a figura abaixo.

Figura 23: Cálculo do WACC, KE e KD.

Capital Asset Pricing Model (CAPM)	Renner
Taxa livre de risco: Risk Free (rf)	10.49%
Curvas de Juros pré 2520 dias (10 anos)	13.05%
Default Spread (CDS Brasil)	2.56%
Beta do valuation = Leverage beta	0.562
Medium Beta for businesses (Renner, C&A, Guararapes média)	1.04
D/E médio para Renner, C&A e Guararapes	0.51
Beta Desalavancado	0.75
D/E Renner	0.43
Taxa de risco investimentos em ações no Brasil: ERP Brasil	7.21%
Ke = Risk Free (rf) + Beta((rm)-(rf))	14.5%
KD = média ponderada do custo de dívida da Renner	0.26
KD = média ponderada do custo de dívida da Renner	16.1%
D/(E+D)	0.26
E/(E+D)	0.74
WACC = (E/V×Re)+(D/V×Rd×(1-Tc))	14.0%

Fonte: Elaboração própria, Yahoo!, Anbima, Aswath Damodaran e Stern School of Business da New York University.

Para o cálculo do WACC, temos que:

- $WACC = (E/V \times Re) + (D/V \times Rd \times (1 - Tc))$
 - E = Valor de mercado do Patrimônio líquido da firma
 - D = Valor de mercado da dívida da firma
 - V = E + D
 - Re = Custo do *equity* da firma
 - Rd = Custo da dívida da firma
 - Tc = Taxa de imposto corporativo da firma

Uma vez tendo encontrado o KE, basta calcularmos o custo ponderado das dívidas da Lojas Renner e a relação entre patrimônio líquido e dívida para chegarmos no WACC. Ao longo dos últimos 5 anos, a empresa manteve uma relação média entre a dívida bruta e o patrimônio líquido de 0,43. As figuras abaixo mostram o custo da dívida e o valor de cada financiamento. Fazendo uma média ponderada pelo peso de cada financiamento sobre o valor total e utilizando a taxa SELIC como proxy do CDI de 13,75%, chegamos a um KD de 16,1%. Sendo assim, encontramos um WACC de aproximadamente 14%, como visto na tabela acima.

Figuras 24 e 25: Custo da dívida lojas Renner.

16.2 Composição dos empréstimos, financiamentos e debêntures

Descrições	Encargos (a.a.)	Vencimento	Controladora		Consolidado		
			30/09/2022	31/12/2021	30/09/2022	31/12/2021	
Em moeda nacional							
Debêntures 9ª Emissão - série única (i)	103,9% do CDI	10/10/2022	424.914	406.955	424.914	406.955	
Debêntures 11ª Emissão - 1ª série (i)	-	-	-	305.101	-	305.101	
Debêntures 11ª Emissão - 2ª série (i)	CDI + 3,04%	05/11/2022	213.116	203.413	213.116	203.413	
Debêntures 12ª Emissão - série única (i)	CDI + 1,60%	18/02/2025	1.017.270	1.030.736	1.017.270	1.030.736	
Debêntures - Custos de estruturação	-	-	(1.897)	(3.992)	(1.897)	(3.992)	
Capital de giro - CCB (ii)	-	-	-	156.506	-	156.506	
Capital de giro - CCB (ii)	148,0% do CDI	16/11/2022	100.679	100.412	100.679	100.412	
Capital de giro - CCB (ii)	140,0% do CDI	25/11/2022	425.735	404.779	425.735	404.779	
Capital de giro - CCB (ii)	3,80%	04/06/2023	-	-	30	53	
Capital de giro - Custos de estruturação	-	-	(315)	(1.729)	(315)	(1.729)	
Em moeda estrangeira							
Capital de giro - modalidade 4.131 (iii)	€ + 1,05%	16/10/2023	-	-	48.952	60.431	
Capital de giro - modalidade 4.131 (iii)	€ + 2,75%	15/07/2024	-	-	47.524	-	
(+/-) Swap - capital de giro (iii)	CDI + 1,5%	16/10/2023	-	-	15.580	1.814	
(+/-) Swap - capital de giro (iii)	109,57% do CDI	15/07/2024	-	-	4.661	-	
Total			2.179.502	2.602.181	2.296.249	2.664.479	
Passivo circulante			1.180.366	1.603.751	1.195.202	1.610.452	
Passivo não circulante			999.136	998.430	1.101.047	1.054.027	
Total			2.179.502	2.602.181	2.296.249	2.664.479	

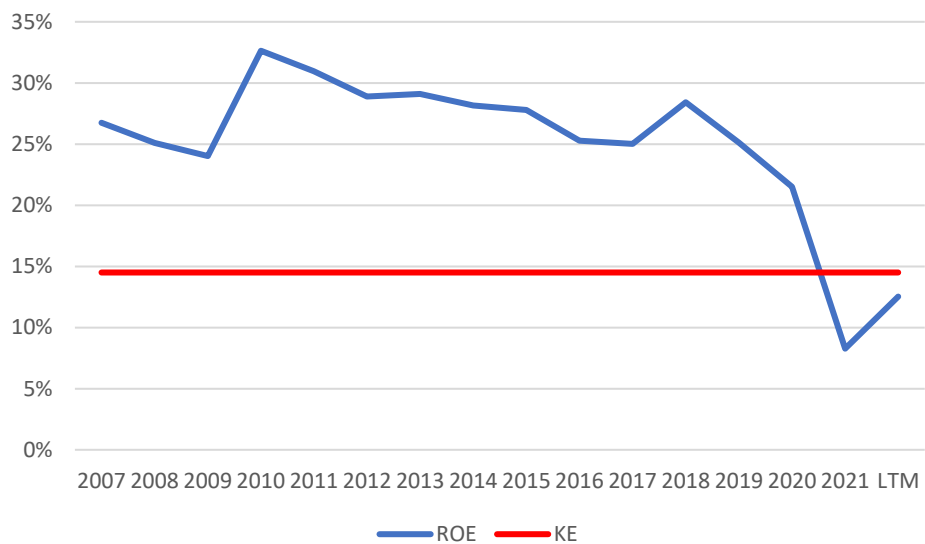
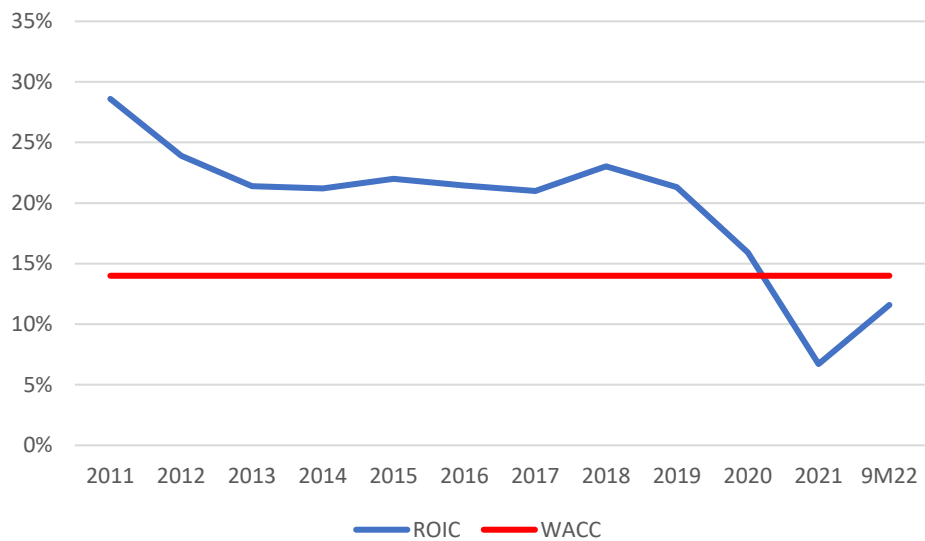
17.1 Financiamentos – Operações Serviços Financeiros

Financiamentos	Encargos (a.a.)	Vencimento	Consolidado	
			30/09/2022	31/12/2021
Em moeda nacional				
Certificados de Depósitos Interfinanceiros (i)	104,7% do CDI	03/10/2022	35.000	-
Certificados de Depósitos Interfinanceiros (i)	106,45% do CDI	13/10/2022	102.186	-
Certificados de Depósitos Interfinanceiros (i)	106,4% do CDI	13/10/2022	102.184	-
Certificados de Depósitos Interfinanceiros (i)	116,0% do CDI	12/06/2023	228.950	207.412
Certificados de Depósitos Interfinanceiros (i)	112,7% do CDI	09/02/2024	57.689	52.671
Certificados de Depósitos Interfinanceiros (i)	113,4% do CDI	30/06/2025	103.187	-
Certificados de Depósitos Interfinanceiros (i)	113,4% do CDI	02/07/2025	154.645	-
Letras Financeiras	-	-	-	329.637
Cédula de Crédito Bancário	-	-	-	52.064
Certificados de Depósitos Bancários (ii)	118,7% do CDI	10/2022 - 09/2023	295.975	93.821
Certificados de Depósitos Bancários (ii)	114,8% do CDI	10/2023 - 06/2024	31.639	67.018
Total			1.111.455	802.623
Passivo circulante			764.295	475.522
Passivo não circulante			347.160	327.101
Total			1.111.455	802.623

Fonte: Site de relação com investidores da Lojas Renner e informações trimestrais de 30/09/2022.

As figuras seguintes comparam o ROIC com o WACC e o ROE com o KE da Lojas Renner SA. É, de fato, impressionante a capacidade da companhia de superar seu custo de capital ou custo de oportunidade consistentemente ao longo dos anos observados. Chama atenção o declínio em 2021, mas que é inteiramente explicado pelos efeitos negativos da pandemia na rentabilidade da empresa e que já tem uma recuperação expressiva nos últimos resultados.

Figuras 26 e 27: ROIC Vs WACC e ROE Vs KE.



Fonte: Elaboração própria e site de relação com investidores da Lojas Renner.

VII. CONCLUSÃO

Inicialmente, argumentamos que o setor de varejo de vestuário se assemelha com o mercado perfeitamente competitivo descrito por Krugman e Wells. Posteriormente, questionamos qual a definição de curto e longo prazo e em segundo lugar, como no curto prazo, empresas inseridas em um mercado de concorrência perfeita podem ter retornos sobre seu capital investido acima do custo de oportunidade. A Lojas Renner SA foi escolhida para responder esses questionamentos.

Através de dados e um breve histórico de investimentos estratégicos, fica claro que a Renner foi capaz de permanecer na fronteira da eficiência financeira e operacional no Brasil por muitos anos. Quando comparado com o seu custo de capital, seja próprio (KE) ou de terceiros (KD), e até por uma média ponderada (WACC), os retornos atingidos no período observado tem uma discrepância relevante. Sendo assim, incorporando o custo de oportunidade na análise, é nítido que a empresa gerou lucro econômico.

Ademais, como testemunho da incrível história de geração de valor para os acionistas da Lojas Renner SA desde o seu IPO em 1 de julho de 2005, o gráfico abaixo ilustra um retorno de 1.643% das ações da Renner em comparação com 425% do Ibovespa no mesmo período. Se olharmos para o momento pre pandemia de 30 de dezembro de 2019, a diferença seria ainda maior, as ações da Renner subiram inacreditáveis 4.415% contra 458% do Ibovespa.

Figura 28: Retorno das ações da Lojas Renner SA. Vs Retorno do IBOV desde o IPO da empresa.



Fonte: Elaboração própria e Yahoo!.

VIII. DADOS

A indústria de varejo de moda brasileira possui diversas associações que divulgam estudos ricos em dados. Dentre elas, destaco a Associação Brasileira da Indústria Têxtil e de Confecção (ABIT), a Associação Brasileira do Varejo Têxtil (ABVTEX) e o Instituto para Desenvolvimento do Varejo (IDV). Para além destes exemplos, outras fontes podem ser utilizadas como provedores de dados como o Statista, Euromonitor e a Nielsen.

Por fim, a Lojas Renner SA e diversas outras empresas que atuam no setor varejista no país possuem seu capital aberto em bolsa e, portanto, reportam não apenas seus balanços financeiros, mas também estratégias e investimentos realizados ao longo de vários anos. Esses dados, quantitativos e qualitativos são de grande importância para entender o diferencial de performance entre a Lojas Renner SA e suas concorrentes.

Seguem abaixo algumas referências de equações e cálculos feitos e explicados ao longo da elaboração desta monografia:

- NOPAT = lucro operacional líquido após os impostos
- ROIC = NOPAT/Capital investido médio

- Custo de capital médio, calculado pela metodologia de *capital asset pricing model* (CAPM):
 - $WACC = (E/V \times Re) + (V/D \times Rd \times (1 - Tc))$
 - E = Valor de mercado do Patrimônio líquido da firma
 - D = Valor de mercado da dívida da firma
 - $V = E + D$
 - Re = Custo do *equity* da firma
 - Rd = Custo da dívida da firma
 - Tc = Taxa de imposto corporativo da firma
- *Total Addressable Market* (TAM) = Valor total do faturamento do setor em que a firma está inserida.
- *Market share* = Faturamento Bruto/TAM

IX. ESTRATÉGICA EMPÍRICA

Utilizando as diversas fontes de dados mencionadas acima e o histórico de estratégias adotados pela Lojas Renner SA, será possível calcular o retorno histórico da Renner para seus acionistas em comparação com suas concorrentes listadas.

Nesse sentido, podemos estimar o valor total das cias através da avaliação por múltiplos e pelo modelo de fluxo de caixa descontado e explorar por meio da contabilidade os efeitos das iniciativas da Renner em cada variável necessária para encontrar o retorno para os acionistas da empresa, através da análise de DuPont, por exemplo.

X. RESULTADOS PRETENDIDOS

A finalidade desta monografia é, após uma análise profunda do setor de varejo de moda brasileiro e da Lojas Renner SA, solidificar e quantificar qual o efeito que a eficiência operacional, em um ambiente altamente competitivo, pode trazer no valor criado por empresas para seus acionistas ao longo do tempo. Ou seja, como é possível para algumas firmas triunfarem em cenários competitivos extremamente adversos e gerarem lucro econômico.

XI. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Krugman, Paul, and Robin Wells. *Introdução À Economia*. Elsevier, 2007.

“Associação Brasileira Da Indústria Têxtil e De Confecção: Abit.” *Abit*, <https://www.abit.org.br/>.

“Associação Brasileira Do Varejo Têxtil.” *ABVTEX*, <https://www.abvtex.org.br/en/>.

“Apparel and Footwear in Brazil.” *Euromonitor*, <https://www.euromonitor.com/apparel-and-footwear-in-brazil/report>.

Koller, Tim, et al. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley & Sons, Inc., 2020.

Greenwald, Bruce C., and Judd Kahn. *Competition Demystified: A Radically Simplified Approach to Business Strategy*. Portfolio, 2007.

Helmer, Hamilton, and Reed Hastings. *7 Powers: The Foundations of Business Strategy*. Deep Strategy LLC, 2016.

Galló José. *O Poder Do Encantamento: As lições Do Executivo Que, Partindo De Oito Lojas, Transformou a Renner Em Uma Empresa De bilhões De Dólares*. Planeta Do Brasil, 2017.

“Dynamo, Cartas Aos Investidores.” *Dynamo*, <https://www.dynamo.com.br/pt/cartas-dynamo>.

“Nielsen Fashion Insights.” *NielsenIQ*, 4 Nov. 2021, <https://nielseniq.com/global/en/insights/fashion/>.

Bezerra, Antonio Luiz. “Varejo Ganhou Mais 204 Mil Lojas Em 2021, Diz Cnc.” *Assembleia Legislativa Do Piauí*, <https://www.al.pi.leg.br/tv/noticias-tv-1/varejo-ganhou-mais-204-mil-lojas-em-2021-diz-cnc>.

“Pesquisa Google.” *Google Shopping*, Google, https://www.google.com/search?q=camiseta%2Bbranca%2BRenner&rlz=1C1GC EU_pt-BRBR948BR948&sxsrf=ALiCzsZyPUUyBgsglb99EB44qiY3ScvOmg%3A1670728157167&source=univ&tbm=shop&tbo=u&sa=X&ved=2ahUKEwiF08uyy_D7AhU9LLkGHQWQDt0Q1TV6BQgHEJMC&biw=1536&bih=775&dpr=1.25.

“Site De Relação Com Investidores Lojas Renner.” *Renner*, 8 Nov. 2022, <http://lojasrenner.mzweb.com.br/info-aos-investidores/apresentacoes-e-videos/>.

“Site De Relação Com Investidores Inditex.” *Finance*, <https://www.inditex.com/itxcomweb/en/investors/finance>.

“Site De Relação Com Investidores C&A.” *C&A RI*, 6 Dec. 2022, <https://ri.cea.com.br/>.

“Site De Relação Com Investidores Guararapes.” *Guararapes Riachuelo RI*, 7 Nov. 2022, <https://ri.riachuelo.com.br/>.

Weber, Mariana. “Gestão De Fabio Faccio Como CEO Da Renner Se Destaca Pela Agenda ESG.” *Forbes Brasil*, 10 Nov. 2022, <https://forbes.com.br/forbeslife/2022/11/gestao-de-fabio-faccio-como-ceo-da-renner-se-destaca-pela-agenda-esg/>.

“Site De Relação Com Investidores Grupo Soma.” *Grupo Soma*, 19 Mar. 2021, <https://www.somagruposoma.com.br/investidores/>.

“Site De Relação Com Investidores Marisa.” *Marisa RI*, 11 Nov. 2022, <https://ri.marisa.com.br/en/>.

“Site De Relação Com Investidores Arezzo&Co.” *ArezzoCo*, 21 Nov. 2022,
<https://ri.arezzoco.com.br/>.

Hargrave, Marshall. “Weighted Average Cost of Capital (WACC) Explained with Formula and Example.” *Investopedia*, Investopedia, 3 Nov. 2022,
<https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp#:~:text=WACC%20is%20calculated%20by%20multiplying,together%20to%20determine%20the%20total.>

Damodaran, Aswald. “Country Default Spreads and Risk Premiums.” *Welcome to Pages at the Stern School of Business, New York University*,
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html.

Anbima. “Curvas De Juros - Fechamento – Anbima.” *Anbima.com.br*,
https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/curvas-de-juros-fechamento.htm.

“Dados Históricos Da IBOVESPA (^BVSP).” *Yahoo!*, Yahoo!,
<https://br.financas.yahoo.com/quote/%5EBVSP/history?period1=946944000&period2=1670716800&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>.

“Preços e Dados Históricos De Ações Da Lojas Renner S.A. (LREN3.SA).” *Yahoo!*, Yahoo!,
<https://br.financas.yahoo.com/quote/LREN3.SA/history?period1=946944000&period2=1670716800&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>.