

ATIVIDADES - VALUATION

Atividade 1

A Distribuidora Pinheiro Ltda. apresentou EBITDA de R\$ 3.200 mil no exercício de referência. Você está avaliando a empresa para um comprador potencial. Após análise das demonstrações e das informações de due diligence, identificou os seguintes itens que requerem ajuste de normalização.

Ajuste	Descrição e Critério de Normalização
Ajuste 1 — Pró-labore dos sócios	Os dois sócios-gestores recebem pró-labore de R\$ 720 mil/ano cada (total: R\$ 1.440 mil). Uma pesquisa de remuneração de mercado indica que dois gestores equivalentes custariam R\$ 480 mil/ano cada (total: R\$ 960 mil). O excesso de R\$ 480 mil está reduzindo artificialmente o EBITDA.
Ajuste 2 — Reforma não recorrente	A empresa realizou reforma completa do centro de distribuição em 2025 (evento único, não se repetirá). Custo: R\$ 180 mil, lançado como despesa operacional.
Ajuste 3 — Aluguel de galpão a partes relacionadas	A empresa aluga o galpão principal de uma empresa de propriedade dos sócios pelo valor de R\$ 890 mil/ano. O valor de mercado para um galpão equivalente seria R\$ 1.200 mil/ano. O aluguel abaixo do mercado está inflando o EBITDA artificialmente.
Ajuste 4 — Despesas pessoais lançadas na empresa	Foram identificados R\$ 95 mil de despesas pessoais dos sócios lançadas como despesas operacionais: viagens de férias, seguro de veículo particular, academia.
Ajuste 5 — Receita de venda de veículo	A empresa vendeu um veículo da frota por R\$ 60 mil acima do valor contábil. Esse ganho foi incluído nas receitas operacionais.

Com base nas informações acima, calcule o EBITDA normalizado.

Atividade 2

Construa o fluxo de caixa livre da Distribuidora Pinheiro Ltda. para os próximos 5 anos com base nas seguintes informações:

EBITDA atual normalizado: Encontrado na Atividade 1

WACC: 13,20% ao ano

Depreciação e amortização (DA): R\$ 280 mil/ano

CAPEX anual médio (manutenção + pequenas expansões): R\$ 380 mil

Variação do capital de giro (ΔCG): R\$ 65 mil (aumento - saída de caixa)

Alíquota efetiva IR + CSLL: 34%

Taxa de crescimento projetada: 7% ao ano nos anos 1 a 5

Atividade 3

A Rede Alimenta S.A. é uma empresa de restaurantes fast-casual listada na B3. Diferentemente de empresas fechadas, o beta dela é observável diretamente nas cotações da bolsa. Calcule o K_e e o WACC com os dados abaixo.

Parâmetro	Valor
Beta alavancado observado (β)	0,94
Taxa livre de risco (R_f) T-Bonds	5,50% a.a.
Prêmio de risco adicional ($R_m - R_f$)	5% a.a.
Risco-país	2,20% a.a.
Custo da dívida bruto (K_d)	12% a.a.
Alíquota IR + CSLL (t)	34%
Peso capital próprio $E/(D+E)$	68%
Peso da dívida $D/(D+E)$	32%

Atividade 4

Você está avaliando a Metalúrgica Atlântico Ltda., empresa fechada do setor industrial. Como ela não tem ações em bolsa, o beta não é observável. Você encontrou três empresas abertas comparáveis do mesmo setor. Calcule o beta alavancado da Atlântico.

Comparável	Beta alavancado (β)	D/E observado	Alíquota t	Porte
Alfa Metais S.A.	1,25	0,45	34%	Similar à Atlântico
Beta Indústria S.A.	1,10	0,30	34%	Similar à Atlântico
Gama Componentes S.A.	1,40	0,60	25%	Maior que a Atlântico

Dados da Metalúrgica Atlântico Ltda. (empresa avalianda)

Estrutura de capital alvo: Peso E = 75% | Peso D = 25%

Alíquota efetiva IR + CSLL: 34%

Atividade 5

Com base nas conclusões apresentadas na atividade 2 e considerando uma dívida líquida de R\$ 1.800 mil, responda as seguintes perguntas:

- a) Qual seria o valor da perpetuidade, o valor presente da perpetuidade, o Enterprise Value e o Equity Value da empresa com uma taxa de crescimento da perpetuidade (g) em 3,5%?
- b) Qual seria o valor da perpetuidade, o valor presente da perpetuidade, o Enterprise Value e o Equity Value da empresa com uma taxa de crescimento da perpetuidade (g) em 5%?
- c) Qual é o impacto em reais e em percentual de variar g de 3,5% para 5,0%?
- d) Um assistente técnico propõe usar a taxa de crescimento na perpetuidade de 7,0% (igual à taxa do período explícito). Por que isso seria tecnicamente incorreto?

Atividade 6

Considerando o EBITDA normalizado da Distribuidora Pinheiro Ltda. e sua dívida líquida, avalie a empresa pelo método de múltiplos de mercado.

Encontrou cinco empresas do setor de distribuição. Nem todas são adequadas como comparáveis — você precisa identificar as inadequadas e calcular o Equity Value com a mediana dos comparáveis válidos.

Empresa	Tipo	EV/EBITDA	Por que pode ser inadequada?
Alfa Distribuidora S.A.	Trading (B3)	7,2x	Crescimento 4%/ano; porte similar — analisar
Beta Logística S.A.	Transaction (2023)	15,4x	Crescimento 18%/ano; margens 3× maiores; setor tech-log
Gama Varejo e Dist. S.A.	Trading (B3)	7,6x	Porte similar; crescimento 5%/ano — analisar
Delta Commerce S.A.	Trading (B3)	8,0x	Crescimento 6%/ano; porte ligeiramente maior — analisar
Épsilon Industrial S.A.	Transaction (2022)	11,2x	Empresa industrial (não distribuidora); aquisição estratégica com sinergia implícita

Questões

- Identifique quais comparáveis são inadequadas e justifique cada exclusão.
- Com as comparáveis válidas, calcule a mediana do múltiplo EV/EBITDA.
- Calcule o Enterprise Value e o Equity Value da Distribuidora Pinheiro usando a mediana.
- Compare com o Equity Value calculado pelo FCD

Atividade 7

A empresa A está negociando a aquisição da empresa B. O Enterprise Value standalone da empresa B (pelo FCD) é R\$ 14.000 mil. O WACC da transação é 13,20% ao ano. A equipe da empresa A identificou três tipos de sinergia com suas estimativas de EBITDA incremental anual:

Tipo de Sinergia	Descrição e EBITDA Incremental Estimado
Sinergia de custo	Eliminação de funções administrativas duplicadas (gerência, contabilidade, RH) e renegociação conjunta de contratos de transporte. EBITDA incremental: R\$ 650 mil/ano.
Sinergia de receita	Cross-selling: carteira de clientes da empresa B acessará produtos da empresa A e vice-versa. Receita incremental estimada com margem de 30%. EBITDA incremental: R\$ 280 mil/ano.
Sinergia financeira	A empresa B paga 18% de custo de dívida; incorporada a empresa A, passaria a 13,5%. Redução anual de despesa financeira: R\$ 220 mil/ano.

Questões

1. Calcule o VP de cada tipo de sinergia (simplificação: use $VP = \text{EBITDA incremental} / \text{WACC}$, perpetuidade sem crescimento).
2. Calcule o VP total das sinergias.
3. Qual é o preço máximo que a empresa A deveria pagar pela empresa B (EV máximo)?
4. A empresa A propõe pagar R\$ 17.500 mil pela empresa B. Qual é o prêmio pago sobre o EV standalone? E qual é a sinergia retida pelo comprador? O negócio faz sentido financeiramente?

ATIVIDADES - APURAÇÃO DE HAVERES

Atividade 1

Dados de uma empresa de Consultoria:

PL Ajustado: R\$ 2.000.000

Lucro Líquido Médio (3 anos): R\$ 520.000

Taxa de Retorno Normal: 11%

Participação do sócio retirante: 25%

Contexto crítico

A empresa possui contratos formais com 40% da carteira, independentes de qualquer sócio; os demais 60% dependem do relacionamento pessoal do sócio retirante.

Etapas da atividade:

1 - Calcule o goodwill total pelo Método do Excedente de Lucros, usando taxa de capitalização de 16%. Apresente todos os passos intermediários (Lucro Normal → Superlucro → Goodwill → Valor Total → Haveres do Sócio).

2 - Recalcule o goodwill para taxas de capitalização de 12%, 16% e 20%. Monte uma tabela comparativa e discuta: qual taxa o assistente técnico do sócio retirante provavelmente defenderia? E o da empresa remanescente? Por quê?

3 - Considerando que 60% da carteira depende pessoalmente do sócio retirante, proponha uma forma tecnicamente defensável de segmentar o goodwill entre parcela indenizável (40% institucional) e não indenizável (60% personalíssimo).

4 - Redija um parágrafo de conclusão de laudo pericial, justificando o tratamento dado ao goodwill, incluindo: a taxa de capitalização escolhida, sua fundamentação e os critérios de segmentação da carteira.

Atividade 2

O balanço especial da sociedade empresária XYZ foi produzido por determinado perito no TJ-RJ dia 30/11/2024, cujas informações serão evidenciadas a seguir:

- A sociedade empresária possuía 3 sócios (A, B e C).
- O sócio B faleceu no dia 31/10/2023
- O sócio falecido possuía 35% das quotas de capital da empresa

Foi levantado o balancete da empresa no dia 31/10/2023, onde foi possível apurar os seguintes saldos:

CONTAS	Classificação	Saldo devedor	Saldo credor
Disponibilidades	Ativo Circulante	370.126,97	
Clientes a receber	Ativo Circulante	230.709,12	
Estoques	Ativo Circulante	16.865,83	
Tributos a compensar	Ativo Circulante	8.790,39	
Despesas do exercício seguinte	Ativo Circulante	1.222,82	
Realizável a longo prazo	Ativo Circulante	18.849,54	
Imobilizado	Ativo Circulante	2.122.856,59	
Depreciação acumulada	Redutora Ativo Circulante		843.273,94
Fornecedores	Passivo Circulante		57.476,22
Salários e encargos a pagar	Passivo Circulante		17.157,05
Tributos a recolher	Passivo Circulante		12.814,52
Adiantamento de clientes	Passivo Circulante		34.190,98
Obrigações financeiras	Passivo não circulante		73.207,99
Encargos a transcorrer	Redutora Passivo não Circulante	16.465,66	
Capital social	Patrimônio Líquido		2.000.000,00
Prejuízos acumulados	Redutora do Patrimônio Líquido	810.487,81	
Receita bruta	Receita		3.251.679,43
Deduções da Receita Bruta	Deduções da Receita	812.919,86	
Custo da mercadoria vendida	Despesa	1.097.441,81	
Despesas operacionais	Despesa	509.700,75	
Despesas financeiras	Despesa	127.425,19	
Tributos sobre IR/CSLL	Despesa	145.937,80	
Total		6.289.800,13	6.289.800,13

Informações adicionais relevantes:

- A empresa possuía algumas ações judiciais em andamento, as quais tinham a seguinte posição na data do evento:

CONTINGÊNCIA REMOTA		
PROCESSO	ÁREA	VALOR
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX	TRABALHISTA	R\$ 8.373,54
TOTAL		R\$ 8.373,54

CONTINGÊNCIAS PROVÁVEIS		
PROCESSO	ÁREA	VALOR
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX	CÍVEL	R\$ 50.000,00
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX	CÍVEL	R\$ 140.066,70
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX	CÍVEL	R\$ 1.000,00
TOTAL		R\$ 191.066,70

- O Imobilizado da empresa era constituído pelos seguintes itens:

IMOBILIZADOS	
Imóveis	R\$ 1.798.044,39
Móveis e utensílios	R\$ 7.500,00
Máquinas e equipamentos	R\$ 314.373,20
Computadores e periféricos	R\$ 2.939,00
TOTAL	R\$ 2.122.856,59

DEPRECIÇÃO ACUMULADA	
Imóveis	-R\$ 791.875,95
Móveis e utensílios	-R\$ 1.473,78
Máquinas e equipamentos	-R\$ 49.865,75
Computadores e periféricos	-R\$ 58,46
TOTAL	-R\$ 843.273,94

VALOR CONTÁBIL LÍQUIDO	R\$ 1.279.582,65
-------------------------------	-------------------------

- Verificou-se na data do evento que os imóveis possuíam valor de mercado de R\$ 3.270.000,00
- As obrigações financeiras estão previstas para pagamento em 31/05/2025 (Taxa de juros de 1,35% a.m. e capitalização composta)
- Em consulta ao setor financeiro da empresa, verificou-se que 10% dos valores registrados na conta clientes não possuem mais expectativa de recebimento
- A partir de consulta ao setor comercial da empresa, os estoques possuem, em média, uma margem de lucro de 80% sobre o custo e uma despesa média de vendas de 20%.

A partir de todas as informações acima, reproduza o balanço especial da empresa a ser elaborado pelo perito no dia 30/11/2024 com data de resolução em 31/10/2023, apurando os haveres do sócio falecido.

ATIVIDADES - LAUDO E PARECER

Atividade 1

Leia o trecho abaixo do laudo produzido pelo perito:

"Em resposta ao quesito nº 4, formulado pela parte autora, este perito esclarece que, em sua avaliação, a empresa parece valer aproximadamente R\$ 3 milhões, considerando as expectativas de crescimento do setor nos próximos anos. Não foram encontradas irregularidades relevantes."

Perguntas:

1 - Que elementos essenciais da estrutura do laudo estão ausentes nessa resposta?

2 - A expressão "parece valer aproximadamente" atende ao padrão de resposta "objetiva, completa e não lacônica?"

3 - A frase "não foram encontradas irregularidades relevantes" é compatível com a vedação à omissão de fatos? O que estaria faltando para tornar essa afirmação tecnicamente defensável?

4 - O uso de "expectativas de crescimento do setor" nessa resposta pode abrir qual tipo de debate?

Atividade 2

Em um processo de apuração de haveres, o perito do juízo apresentou um laudo bem fundamentado:

“PL Ajustado R\$ 4.000.000, Superlucro R\$ 300.000, taxa de capitalização de 15% (fundamentada em relatório setorial citado no laudo), goodwill de R\$ 2.000.000, valor total da empresa R\$ 6.000.000, participação do sócio retirante 30% — haveres de R\$ 1.800.000.”

Trecho do Parecer A: (Assistente Sócio retirante)

"Discordamos frontalmente do laudo pericial. O valor de R\$ 1.800.000 está manifestamente subavaliado e não reflete a real capacidade de geração de valor da empresa. Temos ampla experiência em casos similares e entendemos que o valor correto giraria em torno de R\$ 2.500.000."

Trecho do Parecer B: (Assistente Sócio remanescente)

" Discordamos do laudo pericial quanto à taxa de capitalização utilizada. O relatório setorial citado pelo perito (Fonte X, 2023) refere-se a empresas de porte substancialmente maior que a periciada, com perfil de risco distinto.

Propomos, em substituição, a taxa de 19%, fundamentada no relatório setorial Y (2024), específico para empresas de médio porte do mesmo segmento e região. Refazendo o cálculo do Método do Excedente de Lucros com essa taxa, mantidos os demais parâmetros do laudo, o goodwill resultante seria de R\$ 1.578.947,37, reduzindo os haveres totais para R\$ 1.673.684,21."

Perguntas:

1 - Se você fosse o juiz, qual parecer teria mais peso na sua decisão? Que elementos da estrutura do item 57 estão presentes em um e ausentes no outro?

2 - Reescreva o parecer da parte A de forma tecnicamente defensável, mantendo a intenção de sustentar um valor mais alto, mas com fundamentação adequada.

3 - O parecer da parte B usa uma fonte alternativa (relatório setorial Y) para justificar sua taxa. Isso é uma prática legítima ou uma seleção direcionadas de fontes? O que tornaria essa escolha mais ou menos defensável?