

E - BOOK · GESTÃO BASEADA EM VALOR

Lucro não é **valor**.

Valor é retorno acima do **custo do capital**.

O guia da Gestão Baseada em Valor para CEOs, CFOs e conselhos, com dados de 15 anos das companhias abertas brasileiras.

Ismael Santos

Sócio fundador da Altoris Estratégias de Valor

Neste livro

–	Resumo executivo	3
–	Apresentação	4
01	O problema: lucro não é valor	5
02	A régua: ROIC contra WACC	8
03	Os ajustes econômicos e o capital de giro	12
04	Custo de capital e tributos no Brasil	15
05	O Programa V.A.L.O.R.	19
06	Governança e incentivos	22
07	Caso completo: do diagnóstico ao valor	25
08	Da teoria à prática	29
09	Diagnóstico de maturidade	32
–	Glossário e notas de método	34
–	Referências	35
–	Sobre o autor	36
–	Sobre a Altoris	37

Os dados de mercado vêm do Termômetro de Valor Altoris (safra “DFP 2025 — ICVA v2.1”, publicada em 13/10/2026) e se referem ao exercício de 2025. A Companhia Ilustrativa S.A. e seus números são fictícios. Legislação tributária citada: a vigente em outubro de 2026.

PARA QUEM TEM DEZ MINUTOS

Resumo executivo

Uma empresa só cria valor quando o retorno sobre o capital supera o custo de todo o capital que usa. Este livro mostra por que essa régua muda decisões e como implantá-la.

-5,9 p.p.

ICVA 2025: retorno das companhias abertas abaixo do custo do capital

R\$ 239 bi

de valor destruído em 2025, sobre R\$ 4,0 trilhões de capital

16,9%

WACC de uma empresa brasileira típica com os parâmetros de 2025

+R\$ 129 mi

de valor criado pelo plano do caso do capítulo 7

01

Lucro não é valor. O lucro contábil trata o capital do acionista como gratuito. Cria valor apenas quem tem ROIC acima do WACC.

02

O Brasil listado destrói valor. O ICVA ficou negativo em 14 dos últimos 15 anos. Em 2025, o ROIC agregado foi de 10,5% contra um WACC de 16,5%, e só 17,9% das companhias criaram valor.

03

A régua precisa de regra. O EVA padrão Altoris compara empresas; o EVA ajustado orienta a gestão. Os dois se conciliam com o balanço, com resíduo zero.

04

O custo de capital é alto e calculável. Perto de 17% ao ano, em reais, pelo método local de Damodaran. A Selic é referência, não régua.

05

Giro, tributos e JCP mudam o resultado. Cada dia de receita parado no giro e cada escolha tributária tem efeito mensurável no Lucro Econômico.

06

O V.A.L.O.R. leva a régua à rotina. Diagnóstico, alavancas, orçamento e capital, governança e incentivos, revisão de rota: um ciclo por exercício.

07

Incentivos fecham o ciclo. Meta por fórmula, intervalo de desempenho, banco de bônus e malus: o executivo ganha quando o acionista ganha.

08

O plano tem preço. No caso, quatro alavancas levam o EVA de -R\$ 22,8 para +R\$ 2,6 milhões e o valor da empresa de R\$ 285 para R\$ 415 milhões.

A pergunta deixa de ser “quanto lucramos?” e passa a ser “quanto lucramos acima do custo de todo o capital que usamos?”.

POR QUE ESTE LIVRO

Apresentação

Uma empresa pode fechar o ano no lucro e, ainda assim, destruir riqueza.

Ela só cria valor quando o retorno sobre o capital supera o custo de todo o capital que usa, o dos acionistas inclusive. Este livro defende essa ideia simples e incômoda, e mostra como transformá-la em rotina de gestão.

Em 15 anos à frente de empresas em momentos críticos, vi a mesma cena se repetir. O balanço mostrava lucro, o orçamento era cumprido, o bônus era pago, e o caixa e o patrimônio dos sócios encolhiam. Nenhum indicador da contabilidade tradicional acusava o problema, porque nenhum deles cobra o custo do capital próprio.

PARA QUEM É

CEOs, CFOs, conselheiros e acionistas de empresas em crescimento, em reestruturação, em processo de M&A ou de entrada de investidores, que querem decidir com uma régua econômica, e não contábil.

O QUE VOCÊ VAI ENCONTRAR

- A teoria, sem atalhos: Lucro Econômico, ajustes, custo de capital, tributos e valuation.
- Dados de 15 anos das companhias abertas brasileiras.
- O método V.A.L.O.R., do diagnóstico à remuneração.
- Um caso completo, com números, e um diagnóstico de maturidade.

Valor é consequência de decisões corretas, repetidas ao longo do tempo.

Como ler

Conselheiros e acionistas

Resumo executivo e capítulos 1, 2 e 6. Bastam para mudar a conversa no próximo conselho.

CFO e controladoria

Capítulos 3 e 4: ajustes, capital de giro, custo de capital e tributos, com as notas técnicas.

CEO e diretoria

Capítulos 5 a 7: como implantar, governar e remunerar, e o caso completo com valuation.

Quem vai implantar

Capítulos 8 e 9: por que a Altoris construiu um sistema para sustentar o método e onde a sua empresa está hoje.



Ismael Santos

Sócio fundador da Altoris Estratégias de Valor

01

O problema: lucro não é **valor.**

As empresas não financeiras listadas na B3 destruíram valor econômico em 14 dos últimos 15 anos.

NESTE CAPÍTULO

- 01 Por que lucro e valor divergem
- 02 Quinze anos de ICVA nas companhias abertas
- 03 Porte, mercado e o que o preço já espera
- 04 Por que o problema passa despercebido

-5,9 p.p.

ICVA 2025. Para cada R\$ 100 investidos nas companhias abertas brasileiras, o retorno ficou R\$ 5,90 abaixo do mínimo que esse capital exige.

14 de 15

anos com destruição de valor no agregado, de 2011 a 2025. A exceção foi 2021, ano de commodities em alta.

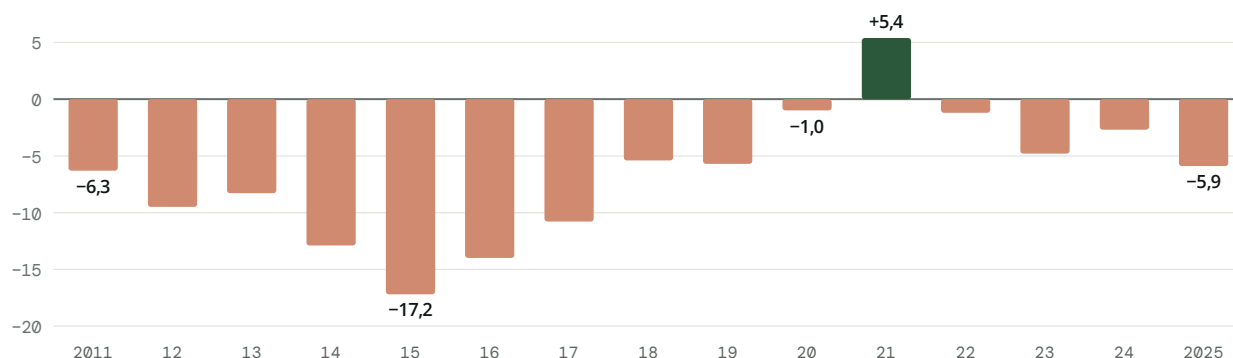
No mesmo período, a maioria dessas empresas reportou lucro. As duas afirmações convivem porque medem coisas diferentes:

- O **lucro contábil** desconta os juros pagos aos credores, mas trata o capital dos acionistas como gratuito.
- O **Lucro Econômico** desconta o custo de todo o capital: o dos credores e o dos acionistas, que exigem um retorno compatível com o risco que correm.

Quando o retorno sobre o capital investido (ROIC) fica abaixo do custo médio ponderado de capital (WACC), cada real reinvestido no negócio vale menos de um real. A empresa cresce, contrata, investe e entrega lucro, e mesmo assim empobrece quem a financia.

O ICVA ficou negativo em 14 dos últimos 15 anos

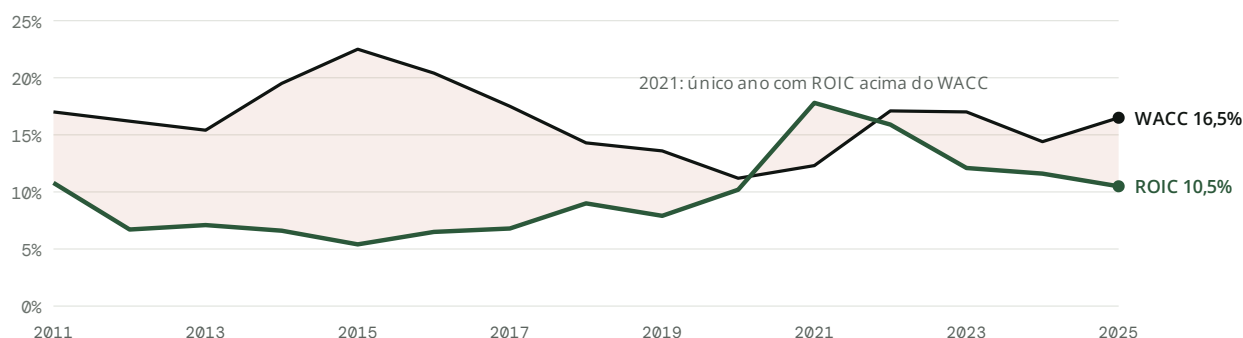
ICVA = $\Sigma \text{ Lucro Econômico} \div \Sigma \text{ capital investido} \cdot \text{p.p.} \cdot \text{companhias não financeiras da B3} \cdot 2011-2025$



Pior ano: 2015 (-17,2 p.p.). Único ano positivo: 2021 (+5,4 p.p.). Fonte: Termômetro de Valor Altoris, safra DFP 2025 — ICVA v2.1.

O retorno raramente alcançou o custo do capital

ROIC e WACC agregados das companhias abertas · % ao ano · a área entre as curvas é o valor destruído



Quanto isso custa

Em 2025, as companhias do índice empregaram R\$ 4,0 trilhões de capital e geraram um Lucro Econômico agregado de **-R\$ 239 bilhões**. Só 17,9% delas criaram valor. A destruição atravessa todos os portes, mas pesa mais nas menores, que pagam mais caro pelo capital.

ICVA 2025 por porte

p.p. · companhias divididas em terços pelo capital investido

Grandes 78 cias	 -5,7 p.p. ROIC 10,7% · WACC 16,4%
Médias 78 cias	 -6,4 p.p. ROIC 10,3% · WACC 16,7%
Pequenas 79 cias	 -12,8 p.p. ROIC 6,0% · WACC 18,8%

O QUE O PREÇO JÁ ESPERA

O mercado pagava, ao fim de 2025, cerca de R\$ 1,20 por real de capital investido nessas empresas. Para justificar esse preço com o custo de capital atual, o ROIC teria de subir de 10,5% para cerca de 16,7%, 1,6 vez o nível presente.

O preço embute recuperação de rentabilidade, não um custo de capital menor.

Como o ICVA é calculado

NOTA DE MÉTODO

UNIVERSO

Companhias não financeiras listadas na B3, com demonstrações entregues à CVM (DFP). Em 2025, 235 companhias. Holdings que consolidam empresa já incluída ficam de fora.

MEDIDA

EVA padrão Altoris: EBIT ajustado por impairments e itens não recorrentes materiais, taxa operacional de impostos de três anos e capital investido médio.

CUSTO DE CAPITAL

WACC de cada companhia, em reais, pelo método local de Damodaran, com pesos a valor de mercado (cotações B3).

ÍNDICE

$ICVA = \sum EVA \div \sum \text{capital investido} = \text{ROIC agregado} - \text{WACC agregado}$, em pontos percentuais.

PROVA

Selo por três famílias de testes: robustez (WACC ± 2 p.p.), testes mínimos (ROIC contra NTN-F e NTN-B) e acionista (ROE contra Ke). 2025: destruição confirmada, 3 de 3.

EDIÇÃO E FONTE

Safra "DFP 2025 — ICVA v2.1", publicada em 13/10/2026. Série, recortes e metodologia completa em termometrodevalor.altoris.com.br.

Por que o problema passa despercebido

1. **O orçamento mede o lucro, não o retorno.** Metas de receita e EBITDA podem ser batidas com mais capital do que o negócio justifica.
2. **O capital parece de graça.** Estoques, contas a receber e ativos ociosos não aparecem como custo na DRE.
3. **O bônus premia o volume.** Quem cresce destruindo valor costuma ser bem remunerado por isso.
4. **O conselho recebe a visão contábil.** Sem a régua econômica, discute-se o resultado do trimestre, e não a qualidade da alocação de capital.

PONTOS - CHAVE

- Lucro contábil e criação de valor medem coisas diferentes: só o Lucro Econômico cobra o custo do capital próprio.
- As companhias abertas brasileiras destruíram valor em 14 de 15 anos; em 2025, -R\$ 239 bilhões.
- O problema é estrutural e atravessa portes e setores. Ele se esconde no orçamento, no bônus e no relatório do conselho.

02

A régua: ROIC contra **WACC.**

A empresa gera valor quando o ROIC supera o WACC, e só nesse caso.

NESTE CAPÍTULO

- 01 As três perguntas e as três medidas
- 03 Os setores da B3 na régua

- 02 As quatro formas de criar valor
- 04 Lucro, EBITDA e EVA lado a lado

01

Onde o capital está sendo empregado?

02

Qual retorno ele gera?

03

Esse retorno supera, de forma consistente, seu custo?

Três perguntas resumem a Gestão Baseada em Valor. Sem retorno superior ao custo de capital, não há criação de valor para o acionista.

As três medidas

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{Capital investido}$$

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{Capital investido}$$

$$\text{Valor da empresa} = \text{Capital investido} + \text{VP dos EVAs futuros}$$

Lucro Econômico (EVA®)

O lucro operacional após impostos (NOPAT) menos o custo do capital investido.

Spread econômico

ROIC menos WACC, em pontos percentuais. Diz a qualidade de cada real investido.

MVA

Valor de mercado mais dívida líquida menos capital investido. É o valor presente dos Lucros Econômicos que o mercado espera para o futuro.

As três se conectam pela terceira equação: o valor de uma empresa é o capital investido mais o valor presente dos Lucros Econômicos futuros. Logo, só o EVA positivo e sustentado faz o valor superar o capital. O capítulo 7 aplica essa equação a um caso.

As quatro formas de criar valor

01

Melhorar o retorno do capital já investido

Preço, mix, custo, produtividade.

02

Investir onde o ROIC supera o WACC

Crescer, mas só com retorno acima do custo.

03

Retirar capital de onde o ROIC fica abaixo do WACC

Desinvestir, reduzir giro, vender ativos ociosos.

04

Reduzir o custo do capital

Estrutura adequada, menor risco, melhor governança.

A régua do lucro econômico

SIMULAÇÃO ILUSTRATIVA

$\text{Lucro econômico} = (\text{Retorno sobre o capital} - \text{Custo do capital}) \times \text{Capital investido}$

Retorno sobre o capital investido	14,0%
Custo médio ponderado do capital	12,5%
Capital investido	R\$ 120 mi

LUCRO ECONÔMICO AO ANO

R\$ 1,8 mi

cria valor

A empresa pode crescer, ter lucro contábil e, ainda assim, destruir valor quando o retorno fica abaixo do custo do capital.

Por que a Selic não é a régua

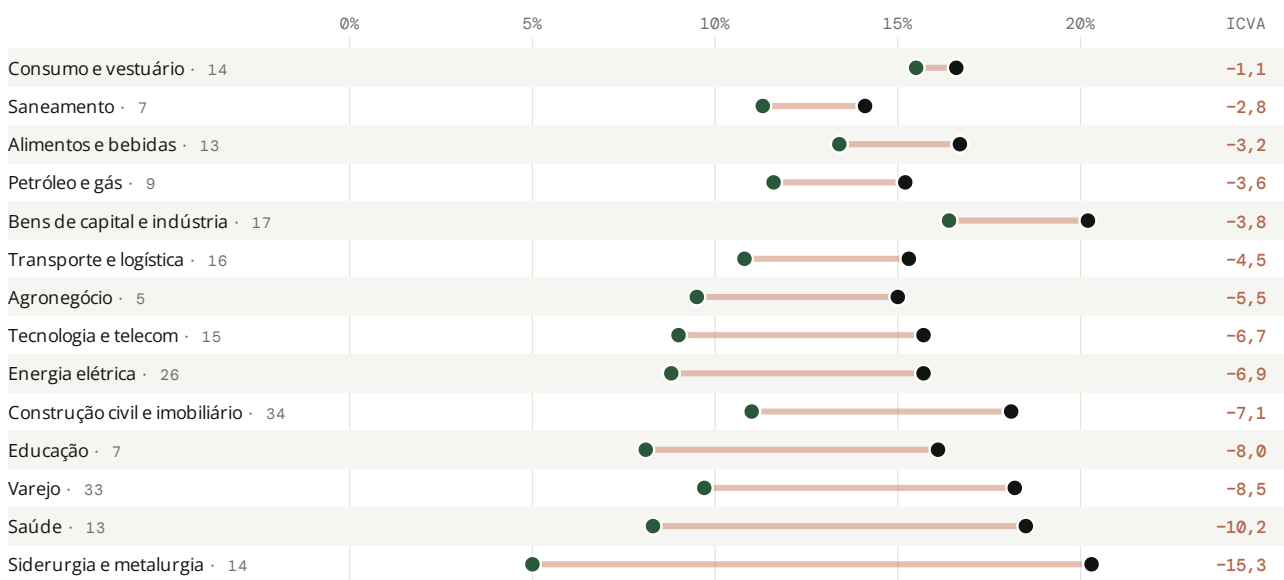
É comum comparar o retorno da empresa com a Selic. A comparação é enganosa: a Selic remunera um ativo de risco baixíssimo, enquanto o acionista de uma empresa corre risco de negócio e de alavancagem. O custo do capital próprio fica, em regra, vários pontos acima dela. A Selic serve como referência rotulada; a régua é o WACC.

Os setores na régua

Aplicada setor a setor, a régua não poupa ninguém. Em 2025, nenhum dos 14 setores com amostra suficiente cobriu o custo do próprio capital. A distância varia de 1,1 ponto, em consumo e vestuário, a 15,3 pontos, em siderurgia e metalurgia, onde um ROIC de 5% enfrenta um WACC acima de 20%.

Nenhum setor cobriu o custo do capital em 2025

ROIC (verde) e WACC (preto) agregados por setor · % · número de companhias ao lado do nome · ordem: do menor ao maior déficit



Setores com menos de cinco companhias (mineração, papel e celulose, química, serviços, turismo) não têm ICVA publicado. Fonte: Termômetro de Valor Altoris.

Lucro, EBITDA e EVA lado a lado

MEDIDA	O QUE DESCONTA	O QUE IGNORA	PERGUNTA QUE RESPONDE
EBITDA	Custos operacionais	Depreciação, impostos, todo o capital	A operação gera caixa antes de investir?
Lucro líquido	Custos, impostos e juros da dívida	O custo do capital próprio	Sobrou resultado contábil para o acionista?
Lucro Econômico	Custos, impostos e o custo de todo o capital	Nada que a gestão controle	A empresa remunerou todo o capital que usou?

Crescer só cria valor com spread positivo

O mesmo crescimento tem efeitos opostos conforme o sinal do spread. Por isso a Gestão Baseada em Valor não pergunta “quanto crescer?”, e sim “onde crescer?”.

SPREAD POSITIVO	Crescer acelera a criação Cada real novo rende acima do custo. Prioridade: investir, com disciplina de alçada.	Proteger e colher Retorno acima do custo, pouco espaço para investir. Prioridade: defender margem e distribuir o caixa.
SPREAD NEGATIVO	Crescer acelera a destruição Mais capital a um retorno abaixo do custo. Prioridade: consertar o retorno antes de crescer.	Reestruturar ou sair Retorno baixo e sem perspectiva. Prioridade: liberar capital, vender ou encerrar.
	COM OPORTUNIDADES DE CRESCIMENTO	SEM OPORTUNIDADES DE CRESCIMENTO

PONTOS - CHAVE

- $EVA = (ROIC - WACC) \times \text{capital}$. O sinal do spread decide se a empresa cria ou destrói valor.
- Valor da empresa = capital investido + valor presente dos EVAs futuros: é a ponte entre gestão e valuation.
- Há quatro formas de criar valor, e só uma delas é crescer. Em 2025, nenhum setor da B3 cobriu o custo do capital.

03

Os ajustes econômicos e o **capital de giro.**

A contabilidade foi feita para proteger credores e registrar fatos, não para medir retorno econômico.

NESTE CAPÍTULO

- 01 O que distorce a leitura contábil
- 02 EVA padrão e EVA ajustado
- 03 Conciliação em dois degraus, com resíduo zero
- 04 Capital de giro: o capital que ninguém vê

Por isso o Lucro Econômico parte dos números contábeis e os corrige em pontos específicos, sempre com regra escrita e trilha de auditoria.

O que costuma distorcer a leitura

DISTORÇÃO CONTÁBIL	EFEITO NA LEITURA	TRATAMENTO ECONÔMICO
P&D e marketing de marca lançados como despesa	Penaliza quem investe no futuro	Capitalizar e amortizar pela vida útil econômica
Eventos não recorrentes materiais	Distorcem o ano em que ocorrem	Retirar do resultado e levar ao capital, com teste de recorrência e simetria
Impairments e baixas	Fazem o capital “sumir” e premiam a perda	Devolver ao capital investido
Caixa acima do necessário	Infla o capital com um ativo que não é operacional	Excluir o excedente do capital operacional
Imobilizado antigo muito depreciado	Subestima o capital e infla o ROIC	Atualizar pela inflação, por safra de investimento

Dois níveis de EVA

A metodologia Altoris trabalha com dois níveis, com nomes fixos, para que ninguém compare números feitos com regras diferentes.

EVA PADRÃO ALTORIS Usa apenas dados públicos e regras iguais para todas as empresas. Ajusta o EBIT por impairments e itens não recorrentes materiais (perdas somam, ganhos subtraem), aplica uma taxa operacional de impostos calculada sobre três anos e mede o capital como patrimônio mais dívida, inclusive arrendamentos, menos caixa. A régua para comparar empresas e setores.	EVA AJUSTADO Parte do padrão e acrescenta só os ajustes que dependem de informação interna: P&D, marketing, provisões, tributos diferidos, caixa operacional, participações não operacionais e atualização do imobilizado. Nunca repete um ajuste do padrão. A régua da gestão, das metas e do bônus.
---	---

Conciliação em dois degraus, com resíduo zero



Nenhum número fica sem explicação. Um conselheiro deve conseguir sair do balanço publicado e chegar ao EVA do bônus sem uma única diferença inexplicada. Na Companhia Ilustrativa S.A., o caso do capítulo 7, a conciliação de 2025 fica assim (R\$ milhões, WACC de 16,92%):

DEGRAU	NOPAT	CAPITAL INVESTIDO	LUCRO ECONÔMICO
EBIT reportado de 62,0 + item não recorrente material de 3,0	45,5	404,0	(22,9)
EVA padrão Altoris	45,5	404,0	(22,9)
(+) P&D capitalizado: 4,0 no EBIT, 16,0 no capital	2,8	16,0	0,1
EVA ajustado	48,3	420,0	(22,8)

Quatro regras de disciplina

- **Materialidade:** ajustes pequenos não entram; eles só acrescentam ruído.
- **Recorrência:** o mesmo “não recorrente” em dois de três anos deixa de ser não recorrente.
- **Simetria:** quem reverte perdas também reverte ganhos.
- **Aprovação:** quem propõe um ajuste não o aprova, e ajustes que mexem com anos de bônus sobem ao comitê.

Capital de giro: o capital que ninguém vê

Estoques e contas a receber não aparecem como custo na DRE, mas são capital, e capital tem custo. Em muitas empresas brasileiras, o giro é a maior parcela do capital investido e a alavanca mais rápida de criação de valor: não exige investimento, só disciplina.

Capital de giro operacional = Contas a receber + Estoques – Fornecedores
Ciclo de caixa = Prazo de recebimento + Prazo de estoque – Prazo de pagamento
Custo de 1 dia de ciclo = $(\text{Receita} \div 365) \times \text{WACC}$

COMPANHIA ILUSTRATIVA	VALOR
Receita líquida (R\$ mi)	520,0
Um dia de receita (R\$ mi)	1,42
WACC	16,92%
Custo anual de 1 dia de ciclo (R\$ mil)	241
Capital liberado com 15 dias a menos (R\$ mi)	21,4
Ganho de EVA por ano (R\$ mi)	+3,6

TRÊS ARMADILHAS

- **Crescer consome giro.** Receita nova com prazo longo pode destruir o valor que a margem cria.
- **Antecipar recebíveis não reduz capital.** É financiamento, e entra como dívida, não como ganho operacional.
- **Alongar fornecedores tem preço.** Prazo comprado com desconto perdido ou juro embutido só desloca o custo.

PONTOS - CHAVE

- Ajustes econômicos corrigem a contabilidade em pontos definidos, com regra escrita, evidência e aprovação.
- EVA padrão compara empresas; EVA ajustado orienta a gestão. A conciliação entre eles tem resíduo zero.
- Cada dia de ciclo de caixa custa $(\text{receita} \div 365) \times \text{WACC}$ por ano. No caso, 15 dias valem R\$ 3,6 milhões de EVA.

04

Custo de capital e tributos no **Brasil.**

Com os parâmetros de 2025, uma empresa brasileira típica tem WACC perto de 17% ao ano.

NESTE CAPÍTULO

01 Os componentes, pelo método local

02 Exemplo com os parâmetros de 2025

03 Tributos na régua: 34%, taxa operacional e JCP

04 A faixa de robustez e os erros comuns

O número assusta quem compara retorno com a Selic, e é exatamente por isso que precisa ser calculado com método. A Altoris calcula o custo de capital diretamente em reais, pelo método local de Damodaran, para evitar conversões de moeda que escondem premissas.

Os componentes

Taxa livre de risco em reais

NTN-F de cerca de 10 anos, média do ano, menos o default spread do Brasil, porque o título do governo embute risco de crédito soberano.

Custo do capital próprio (Ke)

Taxa livre de risco mais o beta realavancado vezes a soma do prêmio de mercado maduro (ERP) e do risco-país (CRP). O beta desalavancado vem da indústria, na base global de Damodaran, e é realavancado pela estrutura da empresa, com D/E limitado a 300%.

Custo da dívida (Kd)

Selic média mais o spread do rating sintético, obtido pela cobertura de juros (EBIT ÷ juros). É o custo marginal de captar hoje, não a taxa média dos contratos antigos. O Kd líquido é $Kd \times 0,66$.

Pesos e travas

Pesos a valor de mercado. O Ke nunca fica abaixo do Kd bruto, e o resultado é testado numa faixa de robustez de WACC ± 2 p.p.: uma conclusão que muda dentro dessa faixa não é conclusão.

$$K_e = R_{f_{BRL}} + \beta_L \times (ERP + CRP)$$

$$\beta_L = \beta_U \times (1 + 0,66 \times D/E)$$

$$WACC = E/V \times K_e + D/V \times K_d \times (1 - 34\%)$$

Exemplo com os parâmetros de 2025

COMPONENTE	VALOR	ORIGEM
Taxa livre de risco em reais	11,66%	NTN-F 14,14% – default spread 2,48%
β desalavancado	0,80	Indústria, base global
D/E alvo	50%	Estrutura de capital da empresa
β realavancado	1,064	$0,80 \times (1 + 0,66 \times 0,50)$
ERP + CRP	7,67%	4,33% + 3,34%
Ke	19,82%	$11,66\% + 1,064 \times 7,67\%$
Kd bruto	16,82%	Selic média 14,32% + spread de rating 2,50%
Kd líquido	11,10%	$16,82\% \times 0,66$
Pesos	66,7% / 33,3%	Capital próprio / dívida, D/E de 50%
WACC	16,92%	$0,667 \times 19,82\% + 0,333 \times 11,10\%$

Do custo de cada fonte ao WACC, e o ROIC que não o alcança

Parâmetros de 2025 · % ao ano · linha tracejada: WACC



Com esse WACC, um negócio que rende 12% sobre o capital paga bem os credores, mostra lucro e destrói quase cinco centavos de valor por real investido, todo ano.

Tributos na régua

O sistema tributário brasileiro entra no Lucro Econômico por três portas, e cada uma pede uma decisão explícita de método.

A alíquota marginal: 34%

IRPJ de 15%, adicional de 10% e CSLL de 9% somam 34% sobre o lucro real. É a alíquota que cada real de juros dedutível economiza, por isso aparece no Kd líquido ($\times 0,66$) e na realavancagem do beta.

A taxa operacional: efetiva, de três anos

O NOPAT usa o imposto que a operação de fato suporta. Pelo critério de Koller, soma-se ao IR/CS reportado o benefício fiscal das despesas financeiras, do JCP e dos itens não recorrentes (34% de cada um), e divide-se pelo EBIT ajustado de três anos, com limites de 0% a 45%. A média de três anos amortece prejuízos fiscais, compensados com a trava de 30% do lucro, e incentivos que variam de ano para ano.

JCP e dividendos

Os juros sobre capital próprio são dedutíveis até a TJLP sobre as contas do patrimônio admitidas pela Lei 14.789/2023, limitados a 50% do lucro do exercício ou dos lucros acumulados e reservas. A empresa economiza 34%; o acionista sofre retenção de 17,5% desde 2026 (Lei Complementar 224/2025; antes, 15%). Os dividendos passaram a ter retenção de 10% sobre valores acima de R\$ 50 mil por mês, de uma mesma empresa a uma mesma pessoa física, e entram no imposto mínimo da alta renda (Lei 15.270/2025).

NOTA TÉCNICA · POR QUE 30% NO NOPAT E 34% NA DÍVIDA

No caso do capítulo 7, o NOPAT usa a taxa operacional de 30%, e o Kd líquido e o beta usam 34%. Não é inconsistência: são perguntas diferentes. A taxa operacional mede o imposto que a operação efetivamente paga, já com incentivos como Sudene, Lei do Bem e subvenções; usar 34% puniria a empresa incentivada. O benefício da dívida é marginal: o próximo real de juros economiza 34%, desde que haja lucro tributável para deduzi-lo. Uma empresa com prejuízo fiscal recorrente não tem esse benefício, e o Kd líquido deve ser o bruto.

O JCP na régua Altoris. O benefício do JCP é efeito de financiamento e de distribuição, não de operação. Por isso a taxa operacional soma de volta 34% do JCP: o NOPAT não fica melhor porque a empresa pagou JCP. O benefício existe, e é real para o acionista (num JCP de R\$ 10 milhões, a empresa economiza R\$ 3,4 milhões e o acionista retém R\$ 1,75 milhão), mas é avaliado à parte, como decisão de política de distribuição.

A faixa de robustez na prática

Aplicada ao caso do capítulo 7 (NOPAT de R\$ 48,3 milhões e capital de R\$ 420 milhões), a faixa de ± 2 p.p. muda a intensidade, mas não a conclusão:

CENÁRIO DE WACC	WACC	ENCARGO DE CAPITAL (R\$ MI)	LUCRO ECONÔMICO (R\$ MI)
WACC - 2 p.p.	14,92%	(62,7)	(14,4)
WACC calculado	16,92%	(71,1)	(22,8)
WACC + 2 p.p.	18,92%	(79,5)	(31,2)

A destruição de valor se confirma em toda a faixa. Se o sinal mudasse dentro dela, o diagnóstico seria classificado como inconclusivo, e não como destruição.

Os erros mais comuns

- Usar o custo médio da dívida antiga como K_d .
- Usar o patrimônio contábil como peso do capital próprio.
- Ignorar o risco-país, ou contá-lo duas vezes.
- Escolher o beta que dá a resposta desejada, sem documentar a fonte.
- Aplicar 34% no NOPAT de uma empresa incentivada, ou contar o benefício do JCP como desempenho operacional.

Legislação vigente em outubro de 2026. Regras tributárias mudam com frequência: valide a aplicação ao seu caso com a assessoria tributária da empresa.

PONTOS-CHAVE

- O WACC típico em 2025 ficou perto de 17%, calculado em reais pelo método local de Damodaran, com K_d marginal e pesos a mercado.
- NOPAT com taxa operacional efetiva de três anos; benefício da dívida com a alíquota marginal de 34%.
- O benefício do JCP é real, mas é decisão de distribuição: não melhora o NOPAT. Desde 2026, o acionista retém 17,5%.

05

O Programa **V.A.L.O.R.**

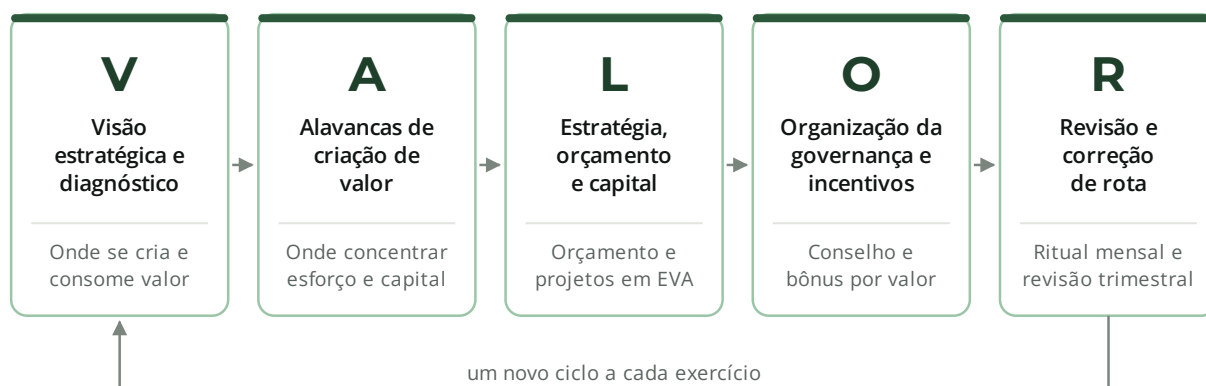
Cada decisão trabalhando na mesma direção.

NESTE CAPÍTULO

- 01 Os cinco pilares, em ciclo
- 03 Os erros mais comuns

- 02 O que cada estágio entrega
- 04 Os pontos de controle

O problema raramente é a estratégia. É a distância entre ela e as decisões do dia a dia. O V.A.L.O.R. transforma o lucro econômico em um modelo permanente de gestão, em que estratégia, orçamento, investimentos, governança e remuneração respondem ao mesmo critério, em cinco pilares que se repetem a cada ciclo.



Cada estágio entrega o insumo do seguinte, e a revisão do fim do exercício reabre o diagnóstico do próximo.

V

Visão Estratégica e Diagnóstico Econômico

Leitura do desempenho e da qualidade do retorno sobre o capital: onde a empresa cria e onde consome valor. Na prática: cinco anos de demonstrações, ajustes documentados, WACC calculado pelo método, Lucro Econômico por empresa, unidade, linha e cliente relevante, e a sustentabilidade financeira.

Erro comum: diagnosticar só o consolidado. A destruição costuma estar concentrada em uma ou duas unidades que o total esconde.

A

Alavancas de Criação de Valor

Os direcionadores que realmente movem o resultado e onde concentrar esforço e capital: árvore de valor até preço, volume, custo, prazos e capex; sensibilidade de cada direcionador em reais de EVA; KPIs com meta e farol.

Erro comum: escolher KPIs pela facilidade de medir, e não pelo peso no valor.

L

Ligação entre Estratégia, Orçamento e Capital

Plano traduzido em metas, orçamento e alocação de capital, com cada investimento avaliado pelo retorno: plano plurianual por direcionadores, com cenários; orçamento com EVA por trimestre e revisões; projetos por VPL e EVA, com taxa mínima igual ao WACC mais o prêmio da classe; valuation pelo Lucro Econômico, conciliado ao fluxo de caixa descontado.

Erro comum: aprovar o orçamento pelo EBITDA e os projetos pela TIR, cada um com uma taxa diferente.

O

Organização da Governança e dos Incentivos

Decisões, alçadas e remuneração orientadas a valor, com a liderança alinhada aos acionistas: alçadas, matriz de responsabilidades e princípios de capital aprovados pelo conselho; painel trimestral e deliberações com responsável e prazo; remuneração variável vinculada ao Lucro Econômico; formação dos executivos como gestores de capital.

Erro comum: mudar a medida e manter o bônus antigo. O comportamento segue o bônus.

R

Revisão e Correção de Rota

Ritual mensal, revisão trimestral e relatórios para CEO, CFO e conselho: fechamento com números travados e versionados; pós-auditoria dos projetos; relatórios para CEO, CFO e conselho; revisão anual do WACC, da política de ajustes e do plano de bônus.

Erro comum: reabrir números fechados para acomodar o resultado.

Pontos de controle

ESTÁGIO	ESTÁ CONCLUÍDO QUANDO
V	O CFO aprovou a metodologia e o diagnóstico foi apresentado à diretoria
A	A diretoria priorizou os direcionadores e cada um tem dono e KPI
L	O orçamento foi aprovado em EVA e os projetos têm VPL e EVA
O	O conselho aprovou alçadas, princípios e plano de bônus
R	O primeiro período foi fechado, travado e apresentado ao conselho

PONTOS - CHAVE

- O V.A.L.O.R. transforma o Lucro Econômico em modelo permanente de gestão, em cinco pilares que se repetem a cada exercício.
- Cada estágio entrega o insumo do seguinte, com ponto de controle objetivo.
- Os erros típicos são de coerência: diagnosticar só o consolidado, usar réguas diferentes e manter o bônus antigo.

06

Governança e **incentivos.**

Uma empresa passa a criar valor quando quem decide sobre capital responde pelo custo desse capital, inclusive no próprio bolso.

NESTE CAPÍTULO

- 01 Seis princípios de capital
- 03 O painel do conselho

- 02 Alçadas e classes de investimento
- 04 Bônus por valor e matriz de decisão

Seis princípios de capital para o conselho aprovar

01 Todo capital tem custo.	02 Nenhum investimento sem VPL e EVA.	03 O capital sai de onde o ROIC fica abaixo do WACC.
04 Metas por fórmula, não por negociação.	05 Pós-auditoria obrigatória de todo investimento relevante.	06 Estrutura de capital-alvo aprovada e revisada todo ano.

Alçadas e classes de investimento

Cada investimento pertence a uma classe, e a taxa mínima de retorno é o WACC mais o prêmio da classe. Quanto mais incerto o investimento, maior a exigência.

CLASSE	EXEMPLO	PRÊMIO SOBRE O WACC
Obrigatório	Segurança, meio ambiente, conformidade	Exige o menor custo
Manutenção	Reposição da capacidade atual	0 p.p.
Eficiência	Automação, produtividade, energia	0 p.p.
Expansão	Capacidade, clientes e canais	+1 p.p.
M&A	Aquisições	+3 p.p.
Novos negócios	Novos mercados e modelos	+4 p.p.

Investimentos não orçados, aquisições e desinvestimentos vão sempre ao conselho, qualquer que seja o valor.

O painel do conselho

01 Estamos criando valor? O EVA acumulado contra o do mesmo período do ano anterior.	02 Estamos no plano? O EVA e os direcionadores contra o orçado.	03 Por quê? A ponte de variação: margem, crescimento, capital e custo de capital.
---	--	--

Remuneração variável por valor

- **Meta por fórmula:** o EVA do ano anterior mais a melhoria esperada, e não um número negociado.
- **Intervalo de desempenho:** quanto o EVA precisa superar a meta para pagar um bônus-alvo a mais; vem da volatilidade histórica do EVA.
- **Banco de bônus:** paga-se o alvo, e o que passa do alvo vai para um banco, do qual se libera um terço por ano.

- **Malus:** abaixo da meta o bônus declarado cai e pode ficar negativo; o valor negativo é debitado do banco.

O efeito, em três anos de um executivo com bônus-alvo de R\$ 300 mil e intervalo de R\$ 6 milhões de EVA (valores em R\$ mil):

ANO	META DE EVA	EVA REALIZADO	BÔNUS DECLARADO	PAGO NO ANO	SALDO DO BANCO
1	(15.000)	(9.000)	600	400	200
2	(12.000)	(15.000)	150	217	133
3	(9.000)	(21.000)	(300)	0	(167)

No ano 1 o executivo superou a meta em um intervalo, recebeu o alvo mais um terço do banco e deixou R\$ 200 mil retidos. No ano 3, a piora apagou o banco e deixou saldo negativo, que será abatido de bônus futuros. Um bom ano seguido de dois ruins não paga como três bons: é isso que alinha o executivo ao acionista.

Quem decide o quê R executa · A aprova · C é consultado · I é informado

PROCESSO	CONSELHO	CEO	CFO	CONTROLADORIA	DIRETORES
WACC e política de ajustes	A	I	R	C	—
Apuração mensal do Lucro Econômico	I	I	A	R	I
Metas de direcionadores	I	A	C	C	R
Aprovação de investimentos	A	R	C	—	R
Plano de incentivos	A	C	C	—	—
Revisão de portfólio	A	R	C	—	C

PONTOS - CHAVE

- O conselho aprova princípios de capital, alçadas e classes de investimento com taxa mínima explícita.
- Três perguntas organizam o painel: estamos criando valor? estamos no plano? por quê?
- Meta por fórmula, intervalo, banco de bônus e malus alinham o executivo ao acionista em vários anos, não em um.

07

Caso completo: do diagnóstico **ao valor.**

A Companhia Ilustrativa S.A. lucrou R\$ 30 milhões em 2025 e destruiu R\$ 22,8 milhões de valor.

NESTE CAPÍTULO

01 V · O diagnóstico, por unidade

03 Quanto vale o plano: valuation antes e depois

02 A e L · As alavancas e o plano

04 O e R · Governança, bônus e revisão

A empresa é fictícia; os números seguem o método deste livro e o WACC de 16,92% do capítulo 4. Premissas: taxa operacional de impostos de 30% no NOPAT e alíquota marginal de 34% no benefício da dívida (ver a nota técnica do capítulo 4).

V · O diagnóstico

R\$ MILHÕES	2025
Receita líquida	520,0
EBIT contábil	62,0
Ajustes no EBIT (P&D e não recorrente)	7,0
EBIT ajustado	69,0
Impostos operacionais (30%)	(20,7)
NOPAT	48,3
Capital investido médio	420,0
ROIC	11,5%
WACC	16,9%
Encargo de capital	(71,1)
Lucro Econômico	(22,8)

R\$ 30,0 mi

Lucro líquido contábil: a empresa "deu lucro"

−R\$ 22,8 mi

Lucro Econômico: o capital rendeu 11,5% e custa 16,9%

Aberto por unidade, o diagnóstico mostra que nenhuma das três cobre o custo de capital, por razões diferentes:

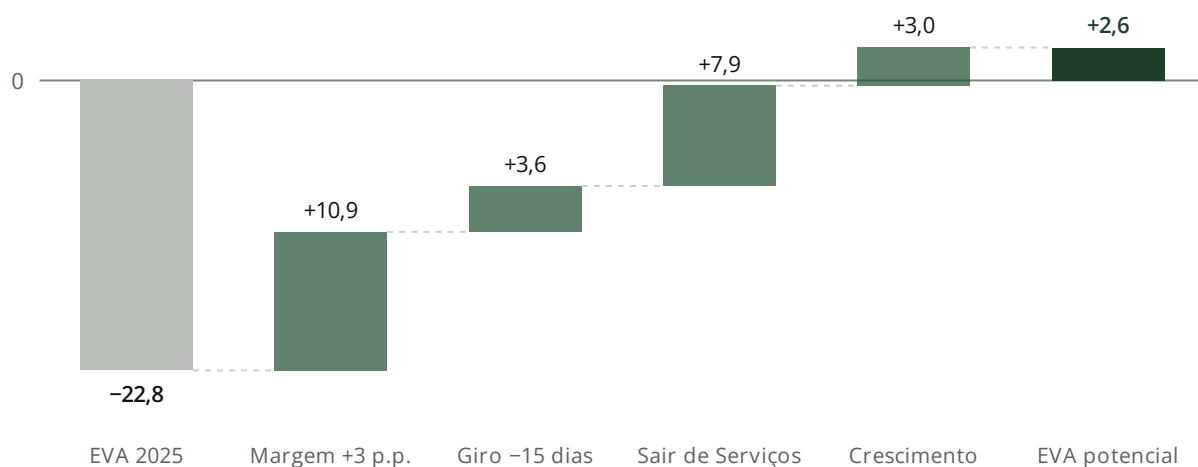
UNIDADE	CAPITAL (R\$ MI)	NOPAT (R\$ MI)	ROIC	EVA (R\$ MI)	LEITURA
Industrial	260	37,0	14,2%	(7,0)	Boa operação, margem curta para o risco
Distribuição	100	9,0	9,0%	(7,9)	Capital de giro excessivo
Serviços	60	2,3	3,8%	(7,9)	Retorno estruturalmente baixo

A e L · As alavancas e o plano

1. **Margem:** preço, mix e custo para ganhar 3 pontos de margem operacional.
2. **Capital de giro:** 15 dias a menos de receita presos em estoques e contas a receber, liberando R\$ 21,4 milhões (capítulo 3).
3. **Portfólio:** saída da unidade de Serviços, que rende 3,8% sobre R\$ 60 milhões.
4. **Crescimento rentável:** R\$ 80 milhões de receita nova na Industrial, com retorno marginal de 22% sobre R\$ 60 milhões de capital.

Quatro alavancas levam o EVA de -22,8 para +2,6 milhões

Companhia Ilustrativa S.A. · R\$ milhões · efeitos isolados e aproximados · verde: ganho de EVA de cada alavanca



A maior alavanca não é crescer: é a margem, seguida de sair do negócio que não paga o próprio capital. Os efeitos foram calculados isoladamente; no plano, as interações entre eles são projetadas ano a ano.

Quanto vale o plano

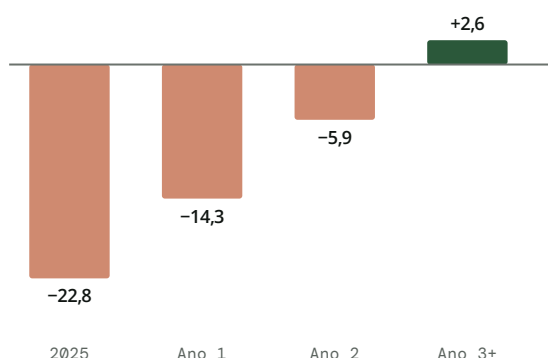
O Lucro Econômico liga a gestão ao valor da empresa por uma identidade: o valor é o capital investido mais o valor presente dos EVAs futuros (o MVA). Com ela, o conselho deixa de discutir o plano em lucro e passa a discuti-lo em valor.

R\$ MILHÕES	SEM O PLANO	COM O PLANO
EVA no ano 1	(22,8)	(14,3)
EVA no ano 2	(22,8)	(5,9)
EVA do ano 3 em diante, sem crescimento	(22,8)	2,6
Valor presente dos EVAs (MVA), a 16,92%	(134,8)	(5,3)
(+) Capital investido	420,0	420,0
Valor da empresa	285,2	414,7
Valor por real de capital investido	0,68	0,99

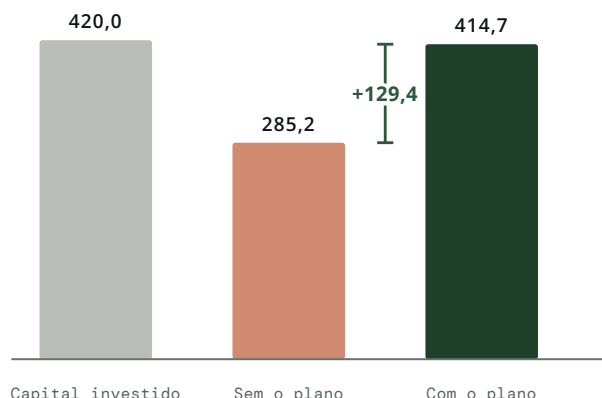
O plano vale R\$ 129 milhões

Companhia Ilustrativa S.A. · R\$ milhões · trajetória do EVA e valor da empresa pela identidade do Lucro Econômico

Lucro Econômico por ano (R\$ mi)



Valor da empresa (R\$ mi)



Leitura. Sem o plano, a empresa vale 32% menos do que o capital nela investido: o mercado, ou um comprador, cobraria a destruição futura. Com o plano, o valor sobe R\$ 129,4 milhões, mais de quatro vezes o lucro líquido do ano. E ainda assim a empresa só empata com o próprio capital: criar valor exige EVA positivo e crescente depois do ano 3.

PREMISSAS DO VALUATION

- WACC de 16,92% constante.
- EVA converge de forma linear até o ano 3 e se mantém, sem crescimento real.
- Capital inicial de R\$ 420 milhões; vendas, liberação de giro e expansão estão dentro dos EVAs.
- Conciliado ao fluxo de caixa descontado, o resultado é o mesmo quando as premissas são as mesmas.

O · Governança e bônus

O conselho aprovou o plano em três anos e a venda de Serviços. A meta de EVA passou a ser definida por fórmula: o EVA do ano anterior mais um terço da distância até o ponto de equilíbrio. O bônus da diretoria foi vinculado a essa meta, com intervalo de R\$ 6 milhões e banco de bônus, como no capítulo 6.

R · Revisão

A cada trimestre, o conselho recebe o EVA acumulado, a ponte contra o orçado e a pós-auditoria dos investimentos da expansão. Se a margem não vier, o plano de crescimento é revisto antes de consumir mais capital.

PONTOS-CHAVE

- Lucro de R\$ 30 milhões e EVA de -R\$ 22,8 milhões: nenhuma unidade cobre o custo do capital, cada uma por um motivo.
- Margem, giro, portfólio e crescimento rentável levam o EVA a +R\$ 2,6 milhões em três anos.
- Em valor, o plano soma R\$ 129,4 milhões: a empresa passa de 0,68 para 0,99 real de valor por real de capital.



08

Da teoria à **prática.**

A maior parte dos programas de Gestão Baseada em Valor não falha no conceito. Falha no segundo ano.

NESTE CAPÍTULO

- 01 Onde as planilhas falham
- 03 Quando atuamos

- 02 O que o Altoris Valor faz
- 04 O programa de implantação

É quando a planilha do consultor encontra a rotina da empresa.

Onde as planilhas falham

Ajustes sem trilha

Ninguém lembra por que um item foi considerado não recorrente, e o número passa a ser contestado.

Réguas diferentes

O orçamento usa um WACC, os projetos outro, o bônus um terceiro.

Números que mudam depois de fechados

Sem trava, o EVA do bônus vira objeto de negociação.

Dados que chegam tarde

O balancete é redigitado todo mês, com erro e atraso.

Conselho no fim da fila

A visão econômica chega meses depois, quando já não muda decisão.

O que o Altoris Valor faz

A Altoris construiu o Altoris Valor para sustentar o método V.A.L.O.R. na rotina da empresa, com as mesmas regras deste livro.

NECESSIDADE DO MÉTODO	COMO O SISTEMA RESOLVE
Ajustes com regra e evidência	Livro de ajustes com proposta, aprovação, validação e comitê; conciliação em dois degraus com resíduo zero
Uma única régua	Custo de capital calculado pelo método e usado no orçamento, nos projetos, no valuation e no bônus
Diagnóstico por unidade	Lucro Econômico por empresa, unidade e grupo, com comparação setorial
Plano em EVA	Plano plurianual por direcionadores, cenários, orçamento trimestral e previsão
Disciplina de capital	Projetos por VPL e EVA, alçadas, classes de investimento e pós-auditoria
Valor da empresa	Valuation pelo Lucro Econômico, conciliado ao fluxo de caixa descontado, com cenários e Monte Carlo
Conselho informado	Painel trimestral com as três perguntas, farol das metas e deliberações
Incentivos coerentes	Plano de bônus por EVA com intervalo, banco de bônus e malus, extratos e ILP
Números confiáveis	Fechamento com números travados e versionados, trilha de auditoria e acesso por papel
Dados sem redigitação	Importação de balancetes e integração por API com TOTVS, SAP, Senior, Sankhya e Omie

Quando atuamos

Nos momentos que definem a próxima década de uma empresa. É nesses momentos que acionistas e conselhos decidem o que preservar, o que transformar e onde está o maior potencial de valor.

Novo ciclo de crescimento

Expandir com disciplina de capital, sem perder rentabilidade.

Transições de gestão

Liderança, metas e incentivos alinhados ao que gera valor, com segurança para o conselho.

Investimentos, fusões e aquisições

Preparar a empresa para ser avaliada, investida ou integrada.

Crise e reestruturação

Recuperar caixa, credibilidade e capacidade de criar valor.

Governança e disciplina de capital

Instrumentos para o conselho acompanhar e corrigir a rota.

O programa de implantação

O sistema não substitui o julgamento; ele o torna verificável. Por isso a implantação é conduzida pelos sócios da Altoris, em cerca de 13 semanas, seguindo os cinco estágios do capítulo 5. Ao final, a empresa tem a metodologia aprovada, o primeiro período fechado e travado, o plano de bônus aprovado e os executivos treinados para decidir como gestores de capital.

PONTOS - CHAVE

- Programas de valor falham na rotina: ajustes sem trilha, réguas diferentes e números reabertos.
- O Altoris Valor sustenta o método com as mesmas regras deste livro, do ajuste ao bônus.
- A implantação leva cerca de 13 semanas e é conduzida pelos sócios da Altoris.

09

Diagnóstico de **maturidade.**

Dez afirmações, uma pontuação: em cinco minutos, você sabe em que estágio a sua empresa está.

NESTE CAPÍTULO

- 01 Dez afirmações, cinco estágios
- 03 O próximo passo

- 02 Como ler o resultado

Dê 0 para “não”, 1 para “em parte” e 2 para “sim, com evidência”.

#	AFIRMAÇÃO	ESTÁGIO	0 · 1 · 2
1	Conhecemos o ROIC e o WACC da empresa, calculados com método documentado	V	
2	Sabemos quais unidades, linhas ou clientes criam e quais destroem valor	V	
3	Os ajustes econômicos têm regra escrita, evidência e aprovação	V	
4	Cada direcionador de valor tem dono, KPI e meta	A	
5	O orçamento é aprovado em Lucro Econômico, não só em EBITDA	L	
6	Todo investimento relevante tem VPL, EVA e taxa mínima pela classe de risco	L	
7	O conselho recebe, todo trimestre, o EVA contra o plano e a ponte de variação	O	
8	A remuneração variável da diretoria depende do Lucro Econômico, com banco de bônus	O	
9	Os números do período são travados no fechamento e não são reabertos sem registro	R	
10	Os investimentos aprovados passam por pós-auditoria	R	

Como ler o resultado

0 a 6

Contábil

A empresa é gerida pelo lucro. O custo do capital próprio não entra nas decisões.

7 a 12

Em transição

O conceito existe, mas convive com régua antigas no orçamento, nos projetos ou no bônus.

13 a 17

Econômico

A régua é única e o conselho a usa. Falta disciplina em algum elo do ciclo.

18 a 20

Orientado por valor

Medida, decisão, governança e incentivos estão alinhados.

O PRÓXIMO PASSO

Os elos com nota 0 ou 1 mostram onde começar. Conte o momento da sua empresa: um sócio da Altoris retorna para agendar a conversa e mostrar como seria o primeiro ciclo do Programa V.A.L.O.R., com a plataforma Altoris Valor.

AGENDE UMA CONVERSA

SITUAÇÃO CRÍTICA

Caixa, dívida ou credores pressionando.

Retorno de um sócio em até 24 horas úteis. Decidir cedo amplia as opções.

ESTRATÉGIA E CRESCIMENTO

Novo ciclo, transição, M&A ou governança.

Uma conversa com os sócios para entender o momento e o que está em jogo.

Glossário e notas de método

Alíquota marginal	34% (IRPJ, adicional e CSLL): economia de cada real adicional de despesa dedutível
Banco de bônus	Conta que retém o bônus acima do alvo e o libera aos poucos; absorve os anos ruins
Capital de giro operacional	Contas a receber mais estoques menos fornecedores e demais passivos operacionais
Capital investido	Patrimônio líquido mais dívida bruta, inclusive arrendamentos, menos caixa, mais os ajustes econômicos
Ciclo de caixa	Prazo de recebimento mais prazo de estoque menos prazo de pagamento, em dias
CRP	Prêmio de risco-país: o retorno adicional exigido por investir no Brasil
ERP	Prêmio de risco de mercado maduro: o retorno das ações acima do ativo livre de risco
ICVA	Índice de Criação de Valor Altoris: soma dos EVAs dividida pela soma dos capitais das empresas não financeiras da B3
Intervalo de desempenho	Variação de EVA que paga um bônus-alvo a mais ou a menos
JCP	Juros sobre capital próprio: distribuição dedutível do lucro tributável, com retenção na fonte para o acionista
Kd	Custo da dívida: Selic média mais o spread do rating sintético
Ke	Custo do capital próprio: o retorno mínimo exigido pelo acionista
Lucro Econômico (EVA)	NOPAT menos o custo de todo o capital investido
Malus	Redução do bônus, que pode chegar a negativo, quando o EVA fica abaixo da meta
MVA	Valor de mercado mais dívida líquida menos capital investido
NOPAT	Lucro operacional após impostos operacionais, antes do custo do capital
NTN-F	Título prefixado do Tesouro Nacional, base da taxa livre de risco em reais
Pós-auditoria	Comparação do resultado de um investimento com o que foi aprovado
ROIC	Retorno sobre o capital investido: NOPAT dividido pelo capital investido
Spread econômico	ROIC menos WACC, em pontos percentuais
Taxa operacional	Imposto efetivamente suportado pela operação, em média de três anos, usado no NOPAT
WACC	Custo médio ponderado de capital: Ke e Kd líquido, ponderados pela estrutura de capital

Notas de método

- Os dados de mercado vêm do Termômetro de Valor Altoris, safra “DFP 2025 — ICVA v2.1”, publicada em 13/10/2026, com o EVA padrão Altoris calculado a partir das demonstrações entregues à CVM e das cotações da B3.
- Os parâmetros de custo de capital de 2025 vêm da tabela oficial da metodologia Altoris (NTN-F, default spread, ERP e CRP pela base de Damodaran, Selic média).
- A Companhia Ilustrativa S.A. e todos os seus números são fictícios e servem apenas para ilustrar o método. Os valores podem não somar por arredondamento.
- A legislação tributária citada é a vigente em outubro de 2026.

Referências

LUCRO ECONÔMICO E GESTÃO BASEADA EM VALOR

STEWART, G. Bennett. *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. New York: HarperBusiness, 1991.

STERN, Joel M.; SHIELY, John S.; ROSS, Irwin. *The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in an Organization*. New York: Wiley, 2001.

YOUNG, S. David; O'BYRNE, Stephen F. *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. New York: McGraw-Hill, 2001.

RAPPAPORT, Alfred. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. Ed. rev. New York: Free Press, 1998.

VALUATION E CUSTO DE CAPITAL

KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc; WESSELS, David (McKinsey & Company). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 7. ed. Hoboken: Wiley, 2020.

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2. ed. Hoboken: Wiley, 2006.

DAMODARAN, Aswath. *Country Risk: Determinants, Measures and Implications*. Edição anual. New York: NYU Stern, SSRN.

DAMODARAN, Aswath. Bases de dados de betas por indústria, prêmio de risco de mercado e risco-país. Disponível em: pages.stern.nyu.edu/~adamodar.

DADOS E METODOLOGIA ALTORIS

ALTORIS ESTRATÉGIAS DE VALOR. *Termômetro de Valor e metodologia do ICVA*. Safra DFP 2025 — ICVA v2.1, 13 out. 2026. Disponível em: termometrodevalor.altoris.com.br.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Portal de Dados Abertos: demonstrações financeiras padronizadas (DFP e ITR) e formulário de referência.

B3. Séries históricas de cotações (COTAHIST). TESOURO NACIONAL. Taxas das NTN-F e NTN-B. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Taxa Selic.

LEGISLAÇÃO TRIBUTÁRIA

BRASIL. Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, art. 9º (juros sobre capital próprio).

BRASIL. Lei nº 14.789, de 29 de dezembro de 2023 (subvenções e base de cálculo do JCP).

BRASIL. Lei Complementar nº 224, de 26 de dezembro de 2025 (retenção sobre JCP e redução de benefícios fiscais).

BRASIL. Lei nº 15.270, de 26 de novembro de 2025 (tributação de dividendos e imposto mínimo da alta renda).

EVA® é marca registrada da Stern Value Management. A metodologia Altoris utiliza o conceito de Lucro Econômico. Este material tem caráter educativo e não constitui recomendação de investimento, consultoria tributária nem promessa de resultado. © 2026 Altoris Estratégias de Valor.

ISMAEL SANTOS

Sobre o autor



ESTRATÉGIA E REESTRUTURAÇÃO · SÓCIO FUNDADOR

Ismael Santos

Há 15 anos à frente de empresas em momentos críticos, conduz reestruturações, gestão de crises, aceleração de resultados e M&A. Atua no desenvolvimento e na implementação de estratégias corporativas voltadas à criação, à gestão e à maximização do valor econômico, conectando estratégia, finanças e execução.

Sua trajetória é marcada pela implementação de estratégias inovadoras e pela criação de valor sustentável, com resultados sólidos para organizações e acionistas. É Vice-Presidente do IBEF RS.

FORMAÇÃO

Mestre em Gestão de Negócios pelo Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE). Formação em Negócios Globais, Gestão Empresarial, Finanças e Tributação. Bacharel em Ciências Contábeis.

ATUAÇÃO

Reestruturação e turnaround, planejamento estratégico, alocação de capital, Gestão Baseada em Valor e governança.

ismael.santos@altoris.com.br

Valor constrói-se com pessoas

Na Altoris, cada frente é conduzida por quem responde por ela: especialistas que já estiveram em conselhos, na gestão executiva e à frente de empresas em momentos críticos, com envolvimento direto em cada projeto.

Vivência executiva

Posições de decisão em empresas, conselhos e comitês, e a realidade de quem responde pelo resultado.

Experiência em momentos críticos

Reestruturações, transições e ciclos de crescimento conduzidos na prática, inclusive à frente da gestão interina.

Formação técnica sólida

Base acadêmica em gestão, finanças, economia e contabilidade, com atualização contínua.

Atuação institucional

Conselhos e comitês estratégicos, programas de formação executiva e fóruns empresariais e de finanças.

Criar valor é uma **escolha estratégica.**

Gestão estratégica e financeira orientada por valor econômico, capital e governança, para acionistas, conselhos e lideranças.

A Altoris atua como parceira estratégica no desenvolvimento de empresas, assessorando acionistas, lideranças e conselhos na definição de estratégias consistentes e na alocação disciplinada de capital. Não entregamos apenas relatórios. Participamos das decisões: no conselho, na gestão e à frente de empresas em momentos críticos.

Independência técnica

Uma leitura isenta, a serviço dos acionistas.

Rigor analítico

Decisões econômicas e mensuráveis.

Responsabilidade fiduciária

Compromisso com o valor de longo prazo.

Soluções

01	Estratégia e Inteligência Econômica	Tese de crescimento, análise de cenários e leitura econômica e setorial.
02	Finanças Corporativas	Estrutura e custo de capital, orçamento empresarial e valuation.
03	Turnaround e Reestruturação	Reestruturação operacional e financeira, desinvestimentos e gestão de crises.
04	Fusões, Aquisições e Private Equity	Da tese de investimento à integração e à preparação para saída.
05	Governança, Conselhos e Remuneração	Alinhamento de executivos, conselho e acionistas à geração de valor.

Resultados

+80%

em vendas ao varejo, com uma aquisição integrada

60%

de redução do endividamento, partindo de uma operação paralisada

+150%

de variação no resultado: prejuízo revertido em lucro em 12 meses

+20%

no preço de venda de uma empresa, frente à avaliação inicial

Em cada projeto: envolvimento direto dos sócios, estrutura técnica dedicada e prestação contínua de contas.

O futuro pertence àqueles que **criam valor**.

O Programa V.A.L.O.R. transforma o lucro econômico em um modelo permanente de gestão, em que estratégia, orçamento, investimentos, governança e remuneração respondem ao mesmo critério. A plataforma Altoris Valor sustenta o programa na rotina da empresa, com envolvimento direto dos sócios.

INDEPENDÊNCIA TÉCNICA

RIGOR ANALÍTICO

RESPONSABILIDADE FIDUCIÁRIA

AGENDE UMA CONVERSA →

Altoris Estratégias de Valor

altoris.com.br · valor.altoris.com.br · termometrodevalor.altoris.com.br

contato@altoris.com.br · +55 51 3017.1251

Av. Dr. Nilo Peçanha, 2800, sala 1004 · Porto Alegre/RS