

**VARA REGIONAL EMPRESARIAL DA COMARCA
DE CAXIAS DO SUL**

**LAUDO DE AVALIAÇÃO ECONÔMICA DE UNIDADE
PRODUTIVA ISOLADA**

GRUPO D'ITÁLIA

**DITALIA MÓVEIS INDUSTRIAL LTDA
COZY INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE MÓVEIS LTDA
CZ COMÉRCIO DE MÓVEIS LTDA
CAPO INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE MÓVEIS S/A
DEIVID EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS EIRELI
DTL PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS LTDA
DITALIA PRODUÇÃO E LOGÍSTICA LTDA**

Processo n.º 5007531-46.2021.8.21.0005/RS

Porto Alegre, 11 de setembro de 2026.

SUMÁRIO

PARTE PRELIMINAR.....	8
P.1 Identificação.....	8
P.2 Habilitação, identificação e qualificação.....	8
P.3 Contratante, natureza do trabalho e finalidade	9
P.4 Síntese do caso.....	10
P.5 Objeto e objetivo	10
P.6 Data-base.....	11
P.7 Normas técnicas e profissionais de referência.....	12
P.8 Declaração de inexistência de impedimento e de suspeição	13
P.9 Declaração de responsabilidade.....	14
P.10 Declaração de uso de inteligência artificial	14
P.11 Correspondência com a estrutura normativa	14
P.12 Sumário	15
CAPÍTULO 01. SUMÁRIO EXECUTIVO	17
1.1 Objeto e finalidade.....	17
1.2 Conclusão.....	17
1.3 A tese em quatro movimentos	18
1.4 As premissas que mais movem o resultado.....	20
1.5 Testes de sustentabilidade.....	21
1.6 Condicionantes	21
1.7 O fator tempo.....	22
1.8 Recomendações	23
1.9 Nota de leitura	23
CAPÍTULO 02. O OBJETO DA AVALIAÇÃO: A UNIDADE PRODUTIVA ISOLADA EM AMBIENTE FALIMENTAR.....	24
2.1 Delimitação do objeto	24
2.2 O perímetro da unidade produtiva isolada	25
2.3 O regime jurídico da alienação	27
2.4 Da regra jurídica à premissa econômica.....	31
2.5 O que o adquirente recebe e o que permanece como risco.....	32
2.6 Os intangíveis de canal	33
2.7 Síntese	35
CAPÍTULO 03. METODOLOGIA E PADRÃO DE VALOR	37
3.1 O padrão de valor adotado	37
3.2 As abordagens consideradas e a razão do não emprego	38
3.3 A arquitetura do modelo	40

3.4 A segregação em duas atividades.....	41
3.5 O valor terminal	42
3.6 O risco de execução e a forma do confronto	43
3.7 A forma de apresentação do resultado	45
3.8 O que o método assegura e o que não assegura.....	45
CAPÍTULO 04. ESCOPO, FONTES E CONDICIONANTES	46
4.1 Objeto e finalidade	46
4.2 Data-base e informação de referência	46
4.3 Elementos que serviram de base ao trabalho	47
4.4 Premissas admitidas.....	48
4.5 Delimitação da manifestação técnica	48
4.6 Condicionantes transportadas do laudo patrimonial.....	49
4.7 Critérios conservadores adotados.....	50
4.8 Independência e responsabilidade	50
4.9 Reserva de revisão.....	51
CAPÍTULO 05. CONTEXTO: A EMPRESA, O SETOR E A TRAJETÓRIA.....	52
5.1 A unidade produtiva e sua inserção regional.....	52
5.2 O setor de móveis.....	52
5.3 A reestruturação do canal de comercialização	53
5.4 A trajetória econômica de 2021 a 2025	54
5.5 A economia do modelo atual.....	56
5.6 O que a trajetória não resolveu.....	56
5.7 A trajetória processual	57
5.8 Síntese	57
CAPÍTULO 06. ANÁLISE DO DESEMPENHO REALIZADO	59
6.1 A demonstração de resultado combinada.....	59
6.2 A segregação por entidade e o preço de transferência	60
6.3 A ponte do EBITDA.....	60
6.4 A economia industrial: teste de comparabilidade setorial	62
6.5 A estrutura de despesas.....	63
6.6 A estrutura patrimonial.....	64
6.7 A demonstração aritmética da inviabilidade	65
CAPÍTULO 07. PREMISSAS DE PROJEÇÃO	69
7.1 Estrutura e convenções da projeção	69
7.2 Receita	70
7.3 Custos de produção.....	72
7.4 Despesas de canal	73
7.5 Estrutura própria	74

7.6 Capital de giro.....	76
7.7 Investimento e depreciação.....	78
7.8 Tributação	79
7.9 O crescimento perpétuo e os parâmetros do valor terminal	80
7.10 Quadro consolidado e classificação das premissas	81
CAPÍTULO 08. PARÂMETROS EXTERNOS E CUSTO DE CAPITAL.....	82
8.1 Insumos externos	82
8.2 Conjuntos de comparáveis.....	83
8.3 A cadeia de cálculo	85
8.4 Atividade operacional	86
8.5 Atividade de locação	86
8.6 O crescimento perpétuo e as âncoras do valor terminal	88
8.7 Confronto com o retorno setorial	89
8.8 Quadro de síntese	90
CAPÍTULO 09. PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	91
9.1 Convenções de projeção.....	91
9.2 Projeção do resultado, atividade operacional	92
9.3 Depreciação e resultado tributável.....	93
9.4 Fluxo de caixa livre para a firma, horizonte explícito.....	94
9.5 Desconto e valor da atividade operacional	94
9.6 O fluxo terminal e seu teste de coerência	95
9.7 Atividade de locação	97
9.8 Síntese da projeção.....	98
CAPÍTULO 10. ATIVOS IMOBILIÁRIOS E BENS MÓVEIS.....	99
10.1 A avaliação patrimonial.....	99
10.2 A segregação entre parcela adicionável e parcela embutida	101
10.3 O parque de bens móveis.....	102
10.4 A base de depreciação do adquirente.....	104
10.5 O cronograma de reposição e o investimento de manutenção	106
10.6 O programa de recuperação.....	107
10.7 O rateio entre as duas atividades	107
10.8 A decisão de não projetar investimento em expansão	108
10.9 Síntese.....	109
CAPÍTULO 11. O VALOR DA UNIDADE PRODUTIVA ISOLADA.....	110
11.1 Composição do valor.....	110
11.2 O que o valor compreende	111
11.3 O que o valor não compreende	112
11.4 A alocação do preço de aquisição.....	112

11.5 Confronto com a avaliação patrimonial	113
11.6 Testes de coerência interna	115
11.7 A faixa de valor	115
11.8 Síntese	116
CAPÍTULO 12. TESTES DE SUSTENTABILIDADE E SENSIBILIDADES	117
12.1 Testes de sustentabilidade	117
12.2 O nível de margem e sua defesa	117
12.3 Sensibilidades	118
12.4 Hierarquia das sensibilidades	126
12.5 Cenário combinado adverso	127
12.6 Síntese	127
CAPÍTULO 13. CENÁRIOS DE ALIENAÇÃO E LIMAR DE INVERSÃO	129
13.1 A comparação exigida pela lei	129
13.2 Por que a avaliação patrimonial não supre a segunda medida	129
13.3 A forma do confronto	130
13.4 A base de referência dos ativos do perímetro	131
13.5 O limiar de inversão	131
13.6 A estrutura para receber avaliação sobrevinda	132
13.7 O risco de execução sob nova titularidade	133
13.8 Recomendação quanto à apuração do valor de liquidação	133
13.9 Síntese	134
CAPÍTULO 14. CONCLUSÃO E PARÂMETROS DE NEGOCIAÇÃO	135
14.1 Conclusão de valor	135
14.2 As quatro proposições que a conclusão sustenta	135
14.3 As condições que sustentam a conclusão	136
14.4 Parâmetros para a negociação	137
14.5 O fator tempo	140
14.6 Recomendações	141
14.7 Encerramento	142
CAPÍTULO 15. GLOSSÁRIO	143
15.1 Glossário	143
15.2 Nota sobre reprodutibilidade	145
TERMO DE ENCERRAMENTO	145
Apêndices	145
Anexos	146
Elementos referenciados	146
APÊNDICES	148

APÊNDICE A. QUADRO CONSOLIDADO DE PARÂMETROS E FONTES.....	149
A.1 Parâmetros macroeconômicos e de mercado	149
A.2 Parâmetros setoriais de comparáveis.....	150
A.3 Parâmetros medidos nos registros contábeis do perímetro.....	151
A.4 Parâmetros da avaliação patrimonial	152
A.5 Parâmetros derivados por cálculo	152
A.6 Parâmetros arbitrados pelo subscritor.....	154
A.7 Convenções de projeção	154
A.8 Parâmetros examinados e não adotados	154
A.9 Quadro consolidado de fontes	155
APÊNDICE B. CADEIA DE CÁLCULO DO CUSTO DE CAPITAL E DO TERMINAL	158
B.1 Insumos comuns às quatro cadeias	158
B.2 Fórmulas	158
B.3 Apuração das quatro cadeias.....	158
B.4 Verificação de uma cadeia, atividade operacional em Base Global	159
B.5 O terminal fundamental, ancorado em duas grandezas externas	159
B.6 Diferencial entre taxa de desconto e crescimento	160
B.7 Razão de regime estacionário	160
B.8 Prêmios e ajustes examinados e não incorporados.....	161
APÊNDICE C. PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO, ATIVIDADE OPERACIONAL	162
C.1 Base Global de comparáveis, taxa de desconto de 13,7911%.....	163
C.2 Base US de comparáveis, taxa de desconto de 12,4799%.....	165
C.3 O fluxo terminal e o teste de coerência física	167
C.4 A razão de regime estacionário e a depreciação da perpetuidade.....	168
C.5 O fator de alocação do preço.....	168
APÊNDICE D. PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO, ATIVIDADE DE LOCAÇÃO	169
D.1 Base Global de comparáveis, taxa de desconto de 11,6974%	170
D.2 Base US de comparáveis, taxa de desconto de 12,0415%.....	171
D.3 O terminal da locação, apurado por proxy	172
D.4 Testes de sustentação da atividade de locação	172
D.5 Reduções de alcance declaradas	173
APÊNDICE E. DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO COMBINADA E PONTE DO RESULTADO RECORRENTE.....	174
E.1 Composição da receita	174
E.2 Demonstração de resultado combinada	175
E.3 Ponte para a base de projeção, exercício de 2025	175
E.4 Estrutura de despesas	176
E.5 Teste de comparabilidade setorial sobre receita fabril equivalente	177

E.6 Estrutura patrimonial, posição de 31 de dezembro de 2025	178
E.7 Série da provisão de perdas com créditos.....	178
APÊNDICE F. ANÁLISE DO IMOBILIZADO.....	180
F.1 Resumo da avaliação patrimonial por classe	180
F.2 Bens em operação e fora de operação.....	180
F.3 Vida útil, médias ponderadas pelo custo de reposição, bens em operação	181
F.4 Distribuição da vida útil atribuída, bens em operação.....	181
F.5 Cronograma de reposição a custo de bem novo, bens em operação.....	182
F.6 Direcionadores examinados para o investimento de manutenção.....	183
F.7 Base de depreciação do adquirente	183
F.8 Confronto com a base contábil dos bens móveis.....	183
F.9 Estado de conservação, bens em operação, ponderado pelo custo de reposição.....	184
F.10 Programa de recuperação e capacidade instalada	184
F.11 Segregação dos bens fora de operação.....	185
APÊNDICE G. MATRIZ DE SENSIBILIDADES.....	187
G.1 Bloco terminal, em dois eixos.....	187
G.2 A razão de regime estacionário do terminal	188
G.3 Custo de capital	188
G.4 Normalizações do resultado	189
G.5 Receita e capacidade	189
G.6 Custos, despesas e capital de giro	190
G.7 Atividade de locação.....	191
G.8 Hierarquia por amplitude.....	191
G.9 Cenário combinado adverso.....	192
APÊNDICE H. APURAÇÃO DO LIMAR DE INVERSÃO	193
H.1 A comparação que a lei exige	193
H.2 A base de referência dos ativos do perímetro	193
H.3 A apuração.....	194
H.4 O enunciado.....	194
H.5 A leitura, em faixa de realização.....	194
H.6 O que o limiar diz, e o que não diz.....	195
H.7 A estrutura para receber a avaliação sobrevinda	195

PARTE PRELIMINAR

P.1 Identificação

Item	Descrição
Documento	Laudo de avaliação econômica de unidade produtiva isolada
Referência	03/2026
Processo	Falência n.º 5007531-46.2021.8.21.0005/RS
Juízo	Vara Regional Empresarial da Comarca de Caxias do Sul
Massas falidas	COZY INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE MÓVEIS LTDA CAOP INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE MÓVEIS S/A CZ COMÉRCIO DE MÓVEIS LTDA DEIVID EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS EIRELI DTL PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS LTDA DITÁLIA PRODUÇÃO E LOGÍSTICA LTDA DITÁLIA MÓVEIS INDUSTRIAL LTDA
Administração judicial	Gomes de Mattos - Advogados Associados
Procuradores	Dr. Augusto Alves Moreira Neto - OAB/RJ nº 241.295
Data-base da avaliação	31 de julho de 2026
Data e local de emissão	Porto Alegre, 11 de setembro de 2026.

P.2 Habilitação, identificação e qualificação

Item	Descrição
Emitente	BBZ Administração Judicial
Inscrição no CNPJ	63.990.755/0001-09
Endereço	Rua Ramiro Barcelos, 630 – Sala 1120 – Porto Alegre - RS
Contato	Telefone (51) 2640-0880
Profissional responsável e subscritor	Clóvis Girardelo
Categoria profissional	Administrador de Empresas
Registro no Conselho Regional de Contabilidade	CRARS 10789
Inscrição no CPF	383897970-20

O presente projeto foi conduzido por profissionais vinculados à BBZ Administração Judicial, dotados de larga experiência em Avaliação de Empresas, Assessoria Financeira e Finanças Corporativas. A equipe foi liderada pelo sócio diretor, Sr. Clóvis Girardelo, Mestre em Administração de Empresas e em Contabilidade, perito e administrador judicial atuante em processos perante o Tribunal de Justiça de Santa Catarina (TJSC) e o Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul (TJRS), professor universitário e especialista em reestruturação financeira de empresas. Coube a ele a coordenação geral dos trabalhos.

Integrou a equipe o associado, Sr. Alexandre Berlanda Costa, contador, professor universitário, detentor de sólida experiência profissional adquirida na Ernst & Young e em diversas outras empresas ao longo de sua trajetória.

Integrou a equipe, na condição de analista sênior, a associada Sra. Ana Mariella Bandeira, contadora há 19 (dezenove) anos, certificada no Cadastro Nacional de Auditores Independentes (CNAI) e no Cadastro Nacional de Peritos Contábeis (CNPC) do Conselho Federal de Contabilidade (CFC), além de registro como Auditora Independente na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Por fim, integrou a equipe, na qualidade de associado, o Sr. Tomas Vargas, contador com larga experiência em avaliação econômico-financeira, reestruturação, finanças corporativas e dissolução de empresas.

P.3 Contratante, natureza do trabalho e finalidade

O presente laudo é emitido por BBZ Administração Judicial, contratada pela administração judicial da falência em epígrafe, exercida pelo Dr. Augusto Alves Moreira Neto, mediante Despacho de Nomeação constante da sentença proferida em 03/06/2026 (Evento 2505 – SENT1) nos autos do Processo nº 5007531-46.2021.8.21.0005/RS, em trâmite perante a Vara Regional Empresarial da Comarca de Caxias do Sul/RS, foi decretada a falência de *COZY INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE MÓVEIS LTDA*, *CAPO INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE MÓVEIS S/A*, *CZ COMÉRCIO DE MÓVEIS LTDA*, *DEIVID EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS EIRELI*, *DTL PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS LTDA*, *DITALIA PRODUÇÃO E LOGÍSTICA LTDA* e *DITALIA MÓVEIS INDUSTRIAL LTDA* (em conjunto, "Massas Falidas" ou "Grupo D'Itália"), com nomeação de *GOMES DE MATTOS ADVOGADOS ASSOCIADOS* como Administração Judicial, nos termos do art. 22, inciso I, alínea "h", da Lei 11.101/2005.

O trabalho tem por finalidade subsidiar a definição de parâmetros para a alienação de unidade produtiva isolada, nos termos dos arts. 140 e seguintes da Lei 11.101/2005, instruindo a atuação da administração judicial e a deliberação do juízo quanto à modalidade e às condições da realização do ativo.

Quanto à sua natureza, o trabalho constitui avaliação econômica de empreendimento, executada por profissional da contabilidade em função técnica, contratada pela administração judicial no exercício das atribuições que lhe são próprias. Não decorre de nomeação pelo juízo, e as normas profissionais aplicáveis foram observadas na forma e na extensão declaradas no item P.7.

O laudo destina-se ao juízo, à administração judicial, à coletividade de credores e aos interessados na aquisição. Seu emprego para finalidade diversa, notadamente para operação societária, constituição de garantia, reorganização patrimonial ou reporte contábil, exigiria trabalho técnico próprio, com padrão de valor e premissas distintos.

P.4 Síntese do caso

As sociedades identificadas no item P.1 ajuizaram pedido de recuperação judicial no exercício de 2021. O grupo econômico dedica-se à fabricação de móveis com predominância de madeira, classificada sob o CNAE 31.01-2-00, em planta industrial situada em Monte Belo do Sul, Rio Grande do Sul, e à comercialização direta ao consumidor final por meio de plataformas de comércio eletrônico.

No curso do processo de recuperação, a operação promoveu reestruturação integral de seu canal de comercialização, substituindo a venda no atacado a lojistas pela venda direta ao consumidor final. A receita combinada multiplicou-se por 4,20 vezes entre 2021 e 2025, alcançando R\$ 92,8 milhões, com resultado operacional positivo a partir de 2024.

O plano de recuperação foi rejeitado pela assembleia geral de credores, sobrevivendo a convocação em falência em 03/06/2026, com deferimento de consolidação substancial alcançando as sete sociedades. As obrigações exigíveis apuradas ao encerramento de 2025 somam R\$ 272,1 milhões, equivalentes a 19,3 vezes o resultado do exercício.

Verificada a viabilidade da operação e a inviabilidade da estrutura de obrigações que a onera, a administração judicial promove a realização do ativo mediante alienação de unidade produtiva isolada, na forma dos arts. 140 e seguintes da Lei 11.101/2005, para o que se faz necessária a apuração do valor econômico do conjunto a ser alienado.

Esta é a questão técnica submetida ao subscritor.

P.5 Objeto e objetivo

Objeto. A unidade produtiva isolada a ser constituída a partir do patrimônio consolidado das sociedades falidas, compreendendo os imóveis, o parque de máquinas e equipamentos, os estoques, a operação industrial, a operação de comercialização direta ao consumidor, a marca e a posição comercial em plataformas de comércio eletrônico. A delimitação integral do perímetro consta do Capítulo 02.

Objetivo. Apurar o valor econômico do objeto acima, em continuidade operacional, e confrontá-lo com a alienação dos bens individualmente considerados mediante análise de limiar, de modo a subsidiar a decisão quanto à modalidade de realização do ativo.

P.6 Data-base

A avaliação reflete as condições existentes em **31 de julho de 2026**. Todos os parâmetros de mercado foram apurados com observações encerradas nessa data, e nenhum elemento de data posterior foi incorporado ao cálculo. Alterações posteriores em condições macroeconômicas, setoriais, operacionais ou jurídicas podem modificar o resultado apurado.

P.7 Normas técnicas e profissionais de referência

Normas observadas

Norma	Aplicação
NBC PP 01 (R2), Perito Contábil	Habilitação profissional, impedimentos, suspeição, responsabilidade e zelo profissional, observadas no que aplicável à natureza do trabalho descrita no item P.3
NBC TP 01 (R2), Perícia Contábil	Planejamento, execução, procedimentos técnicos, terminologia e estrutura do laudo, observadas na mesma extensão. A correspondência com a estrutura mínima do item 58 consta do item P.11
NBC PG 01, Código de Ética Profissional do Contador	Conduta profissional
ABNT NBR 14.653-1, Avaliação de bens, procedimentos gerais	Identificação do objeto, declaração de premissas e condicionantes
ABNT NBR 14.653-4, Avaliação de bens, empreendimentos	Método da capitalização da renda, tratamento do valor terminal e apresentação de resultados
Lei 11.101/2005	Regime jurídico da alienação e tradução das regras de não sucessão em premissas econômicas

Procedimentos técnicos empregados

Foram empregados, na forma do item 35 da NBC TP 01 (R2), os seguintes procedimentos:

Procedimento	Aplicação neste laudo
Exame	Análise dos balancetes analíticos, dos demonstrativos por centro de custo e das peças processuais
Indagação	Obtenção de esclarecimentos junto à administração judicial quanto a elementos do perímetro
Arbitramento	Determinação, por critério técnico declarado, das dez premissas assim classificadas no Capítulo 07
Mensuração	Quantificação do parque de bens móveis, das áreas construídas e das posições patrimoniais
Avaliação	Apuração do valor econômico do objeto, pelo método da capitalização da renda
Testabilidade	Confronto dos resultados com referências setoriais externas e com a avaliação patrimonial, no Capítulo 12
Comparação	Teste de comparabilidade setorial sobre receita fabril equivalente, no item 6.4, e confronto entre cenários de alienação, no Capítulo 13
Certificação	Verificação da correspondência entre cada parâmetro empregado e sua origem documental, registrada no Apêndice A

Norma examinada e afastada

O CTG 2002, Laudo de Avaliação Emitido por Profissional da Contabilidade, foi examinado e não se aplica ao objeto deste trabalho. O comunicado estabelece, em seu item 1, os padrões

para emissão de laudo dos ativos líquidos a valor contábil ou dos ativos líquidos contábeis ajustados a preços de mercado, destinado às situações arroladas em seu item 6, quais sejam incorporação, cisão, fusão, aumento de capital, reestruturação societária e demais operações previstas na Lei das Sociedades por Ações e no Código Civil.

O objeto deste laudo é diverso. Apura-se o valor econômico de empreendimento em continuidade operacional, pelo método da capitalização da renda, e não o patrimônio líquido contábil nem o acervo líquido ajustado a preços de mercado. Os critérios de mensuração e a forma de conclusão previstos naquele comunicado são incompatíveis com a natureza do objeto avaliado.

O registro do exame e do consequente afastamento consta desta Parte Preliminar para que se demonstre que o enquadramento normativo decorreu de análise, e não de omissão.

Métodos e critérios não normatizados

Nas matérias em que as normas de referência não dispõem de forma específica, adotou-se a prática consolidada em avaliação econômica de empresas, com declaração expressa do critério em cada caso e indicação das alternativas examinadas e não adotadas, na forma do Capítulo 03.

P.8 Declaração de inexistência de impedimento e de suspeição

Declara-se, para os fins dos itens 7 a 16 da NBC PP 01 (R2), que não se verifica, em relação ao subscritor e à emitente, nenhuma das hipóteses de impedimento ou de suspeição ali previstas, e em especial:

Hipótese	Situação
Ser parte, sócio, administrador ou empregado de qualquer das massas falidas, ou parente até o terceiro grau de sócio ou administrador	Não se verifica
Ser credor ou devedor de qualquer das massas falidas, de seus sócios ou administradores	Não se verifica
Ter atuado como assistente técnico de qualquer interessado nos três anos anteriores	Não se verifica
Ter aconselhado qualquer interessado acerca do objeto do trabalho	Não se verifica
Ter interesse, direto ou indireto, no resultado da alienação	Não se verifica
Ter recebido presentes ou vantagens de pessoas interessadas na causa	Não se verifica
Elaborar a escrituração contábil de qualquer das massas falidas ou de sociedade do mesmo grupo econômico	Não se verifica

Declara-se, ainda, que a remuneração pelo trabalho não está vinculada ao valor apurado, à conclusão alcançada, à consumação da alienação ou ao preço que venha a ser obtido, e que não foi recebida orientação, instrução ou sugestão quanto ao resultado a ser alcançado.

P.9 Declaração de responsabilidade

Declara-se, nos termos do item 24, alínea (c), da NBC PP 01 (R2), a assunção de **responsabilidade integral** pelas informações prestadas, pelos procedimentos adotados, pelas diligências realizadas, pelos valores apurados e pelas conclusões apresentadas neste laudo.

Os documentos obtidos de terceiros e as avaliações elaboradas por outros profissionais, relacionados como **Anexos** no Termo de Encerramento, constituem elementos de prova recebidos e examinados pelo subscritor, na forma do item 55 da NBC TP 01 (R2), e não trabalho por ele executado ou supervisionado. A responsabilidade técnica pelo respectivo conteúdo permanece com os profissionais que os subscrevem. A este laudo cabe a responsabilidade integral pelo emprego que deles se fez e pelas conclusões que deles se extraíram.

P.10 Declaração de uso de inteligência artificial

Declara-se que, na elaboração deste laudo, foram utilizadas ferramentas de inteligência artificial como instrumento auxiliar de organização de dados, verificação aritmética, teste de consistência interna do modelo e revisão redacional. Tal emprego observou protocolo de disciplina de fontes segundo o qual nenhum parâmetro foi incorporado ao trabalho sem origem documental identificada, com indicação do arquivo, da fonte externa ou da fórmula de derivação correspondente, conforme registrado nos anexos. A definição do escopo, a seleção das fontes, a escolha e a fundamentação das premissas, a interpretação dos resultados e as conclusões técnicas constituem juízo profissional do subscritor, a quem cabe, de forma exclusiva e integral, a responsabilidade técnica pelo conteúdo deste laudo.

P.11 Correspondência com a estrutura normativa

O quadro abaixo indica onde este laudo atende a cada item da estrutura mínima prevista no item 58 da NBC TP 01 (R2).

Item 58 da NBC TP 01 (R2)	Localização neste laudo
(a) Identificação do processo, das partes, dos procuradores e dos assistentes técnicos	P.1
(b) Síntese do caso	P.4
(c) Síntese do objeto e do objetivo	P.5, desenvolvida no Capítulo 02
(d) Fundamentação: método científico adotado e análise técnica realizada	Capítulo 03, quanto ao método, às fontes e às alternativas afastadas; Capítulos 06 a 13, quanto à análise

(e) Relato das diligências e dos elementos recebidos	Capítulo 04, itens 4.3 e 4.3.1
(f) Quesitos e respostas conclusivas	Não aplicável. Não houve quesitação formulada pelo juízo, pela administração judicial ou por interessados, uma vez que o trabalho decorre de contratação técnica e não de nomeação em produção de prova pericial
(g) Conclusão	Capítulo 14
(h) Termo de encerramento, com relação de anexos e apêndices	Termo de Encerramento, ao final
(i) Identificação e assinatura, com categoria profissional e registros	P.2 e assinatura ao final

P.12 Sumário

#	Capítulo	Conteúdo
01	Sumário Executivo	Conclusão em faixa, tese central, quadro comparativo dos cenários de alienação e premissas determinantes
02	O objeto da avaliação: a unidade produtiva isolada em ambiente falimentar	Perímetro, sociedades em consolidação substancial, regime jurídico da alienação, tradução das regras jurídicas em premissas econômicas, intangíveis de canal
03	Metodologia e padrão de valor	Padrão adotado, abordagens consideradas e razão do não emprego de cada uma, arquitetura do modelo, segregação das atividades, restrição de coerência do valor terminal, risco de execução e forma do confronto com a alienação atomizada
04	Escopo, fontes e condicionantes	Elementos que serviram de base, relato das diligências, premissas admitidas, delimitação da manifestação técnica, condicionantes transportadas da avaliação patrimonial e critérios conservadores adotados
05	Contexto: a empresa, o setor e a trajetória	Inserção regional, setor de móveis, reestruturação do canal de comercialização, trajetória econômica de 2021 a 2025 e trajetória processual
06	Análise do desempenho realizado	Demonstração de resultado combinada, preço de transferência, ponte do resultado recorrente, teste de comparabilidade setorial, estrutura patrimonial e demonstração aritmética da inviabilidade
07	Premissas de projeção	Receita, custos, despesas de canal, estrutura própria, capital de giro, investimento, tributação e crescimento perpétuo, com classificação de cada premissa
08	Parâmetros externos e custo de capital	Insumos externos, conjuntos de comparáveis, cadeia de cálculo e custo de capital de cada atividade
09	Projeção do fluxo de caixa descontado	Convenções, projeção do resultado, fluxo de caixa livre, desconto, valor terminal e atividade de locação
10	Ativos imobiliários e bens móveis	Avaliação patrimonial, segregação entre parcela adicionável e parcela embutida no fluxo, base de depreciação, cronograma de reposição e decisão quanto a investimento em expansão

#	Capítulo	Conteúdo
11	O valor da unidade produtiva isolada	Composição, delimitação do que o valor compreende, verificação da alocação do preço, confronto com a avaliação patrimonial e faixa de valor
12	Testes de sustentabilidade e sensibilidades	Múltiplos implícitos, defesa do nível de margem, sensibilidades por premissa, hierarquia e cenário combinado adverso
13	Cenários de alienação e limiar de inversão	Comparação exigida pela lei, razões pelas quais a avaliação patrimonial não a supre, limiar de inversão e estrutura para receber avaliação de liquidação sobrevinda
14	Conclusão e parâmetros de negociação	Conclusão de valor, condições que a sustentam, parâmetros para a negociação, fator tempo e recomendações
15	Glossário	Definições de termos de avaliação econômica e de termos jurídicos e patrimoniais
	Termo de Encerramento	Relação dos apêndices e dos anexos, identificação e assinatura

CAPÍTULO 01. SUMÁRIO EXECUTIVO

Este capítulo é autossuficiente. Reúne objeto, conclusão, raciocínio, o confronto com a alternativa legal, as premissas determinantes e as condicionantes, com remissão aos capítulos que os desenvolvem.

1.1 Objeto e finalidade

Item	Descrição
Objeto	Unidade produtiva isolada a ser constituída a partir do patrimônio consolidado de sete sociedades falidas, das quais duas titularizam os ativos operacionais
Perímetro	Imóveis, parque de máquinas e equipamentos, estoques, operação industrial, operação de comercialização direta ao consumidor, marca e posição comercial em plataformas de comércio eletrônico
Finalidade	Subsidiar a definição de parâmetros para alienação sob os arts. 140 e seguintes da Lei 11.101/2005
Padrão de valor	Valor econômico em continuidade operacional
Método	Fluxo de caixa descontado, com capitalização da renda
Data-base	31 de julho de 2026

1.2 Conclusão

Componente	Base Global (R\$)	Base US (R\$)
Atividade operacional	64.666.060	78.911.088
Atividade de locação	12.055.663	12.075.799
Estoque transferido, elegível	6.581.376	6.581.376
(=) Valor da unidade produtiva isolada	83.303.099	97.568.262

O valor da unidade produtiva isolada, em continuidade operacional, situa-se na faixa de R\$ 83,3 milhões a R\$ 97,6 milhões, adotada como referência principal a Base Global de comparáveis.

A faixa decorre de que a escolha entre os dois conjuntos de comparáveis constitui juízo técnico legítimo em ambos os sentidos. Valor único sugeriria precisão que o método não comporta.

A conclusão é o valor em continuidade. O risco de que ela não se verifique é declarado como condicionante, e não abatido do valor; o confronto com a alienação atomizada é feito por limiar, pelas razões do item 3.6.

1.3 A tese em quatro movimentos

Primeiro. A operação é viável, e o demonstrou sob a mais adversa das condições.

Indicador	Valor
Receita combinada, 2021	R\$ 22,1 milhões
Receita combinada, 2025	R\$ 92,8 milhões
Crescimento acumulado	4,20 vezes
Crescimento anual composto	43,2%
Resultado operacional recorrente de 2025	R\$ 13.306.259
Margem correspondente	14,66%

Todo esse desempenho foi obtido durante o curso da recuperação judicial, sob restrição de crédito e com fornecedores exigindo condições agravadas. No mesmo período, a operação substituiu integralmente seu modelo de comercialização, do atacado a lojistas para a venda direta ao consumidor final, decisão que os dados setoriais regionais validam: o varejo físico de móveis no Rio Grande do Sul contrai-se a 13,1% ao ano, contra 4,8% no país, enquanto a produção industrial gaúcha permanece estável. O deslocamento estava no canal, e não na capacidade produtiva.

A economia industrial da operação, comparada sobre base equivalente, é praticamente coincidente com a referência setorial norte-americana: custo de produção de 69,88% contra 69,72%, e margem bruta de 30,12% contra 30,28%.

Desenvolvido nos Capítulos 05 e 06.

Segundo. A desproporção está na estrutura de obrigações, e não na operação.

Natureza da obrigação	R\$	Participação
Obrigações trabalhistas e fiscais não liquidadas	111.166.627	40,9%
Credores quirografários habilitados	101.861.939	37,4%
Adiantamentos recebidos de clientes	41.799.473	15,4%
Dívida financeira onerosa	4.593.759	1,7%
Fornecedores, tributos correntes e demais	12.710.218	4,7%
(=) Total	272.132.016	100,0%

O exigível apurado nas duas sociedades operacionais equivale a 19,3 vezes o resultado do exercício. A dívida financeira onerosa, contudo, corresponde a 0,33 vez esse resultado, abaixo da referência setorial de 2,85 vezes.

A empresa não foi onerada por excesso de crédito. Foi financiada pelo Fisco, por inadimplência, e pelos próprios clientes, por antecipação de pedidos. Passivo dessa natureza não se equaciona por reperfilamento: não há conjunto identificável de credores financeiros com quem negociar prazo e taxa. O plano de recuperação foi submetido à assembleia geral de credores e rejeitado, sobrevivendo a convolação em falência.

Desenvolvido nos itens 2.3.2 e 6.7.

Terceiro. A unidade produtiva isolada é o instrumento que separa uma coisa da outra.

A não sucessão do arrematante nas obrigações do falido, prevista no art. 141, inciso II, da Lei 11.101/2005, permite transferir a operação sem o passivo que a onera. A consolidação substancial permite que ativos titulados por sociedades formalmente distintas componham conjunto único.

Cada regra jurídica foi traduzida em parâmetro econômico identificável, conforme o quadro do item 2.4: o passivo que não se transfere determina o fluxo desalavancado e a estrutura de capital-alvo; o prejuízo fiscal que não acompanha, a alíquota plena desde o primeiro ano; a aquisição por preço, a base nova de depreciação; a impossibilidade de replicar o financiamento por inadimplência, a ausência dele em qualquer linha da projeção.

Desenvolvido no Capítulo 02.

Quarto. A preferência legal tem critério econômico verificável.

Grandeza	Valor
Valor da unidade em continuidade, Base Global	R\$ 83.303.099
Base de referência dos ativos do perímetro	R\$ 116.794.885
Limiar de inversão, Base Global	71,32%
Limiar de inversão, Base US	83,54%

A alienação como unidade produtiva isolada supera a alienação dos bens individualmente considerados sempre que esta última realize menos de 71,32% do valor de referência dos ativos que compõem o perímetro.

Este laudo não arbitra o produto esperado da alienação atomizada: aferir esse patamar demanda avaliação de liquidação forçada, cuja realização se recomenda. A forma adotada dispensa parâmetro sem fonte e deixa o confronto estruturado para receber a avaliação sobrevivida, que nele se substitui sem alteração do restante.

1.4 As premissas que mais movem o resultado

Premissa	Amplitude	Onde se fundamenta
Índices de normalização da receita	30,2%	Item 7.2
Custo da dívida, observado ou sintético	25,0%	Item 8.2
Reforma tributária, deslocamento de carga de um ponto em cada sentido	24,9%	Itens 7.8 e 12.3
Prêmio de tamanho, de zero a três pontos	20,6%	Item 8.2
Conjunto de comparáveis	17,1%	Item 8.2
Remuneração da administração	14,6%	Item 7.5
Inclusão da atividade de locação	14,5%	Item 2.2.1

Onze premissas produzem efeito superior a dez por cento e onze, inferior. A hierarquia completa e os vinte e dois blocos da matriz constam do item 12.3.

As duas primeiras posições após os índices de receita estão separadas por vinte e seis milésimos de ponto percentual e devem ser lidas como equivalentes. A que se refere à reforma da tributação sobre o consumo é parâmetro adotado em zero: mede quanto valeria a operação deixar de repassar ao preço um ponto percentual da carga, e a adoção em zero repousa em duas apurações registradas no item 7.8.

Duas das cinco primeiras posições são parâmetros que este laudo decidiu não alterar, e a medida do que cada decisão vale está no Capítulo 12. O custo da dívida foi mantido na série oficial de crédito apesar da anomalia que produz contra o custo do capital próprio, e sua substituição pela construção sintética elevaria o valor em 25,0%. O prêmio de tamanho não foi adotado por ausência de fonte no conjunto examinado, e não por se entender inexistente o efeito.

Três observações sobre a premissa de maior efeito, os índices de normalização da receita.

A projeção não reconhece ganho decorrente de administração superior do adquirente, por decisão metodológica expressa: valor que decorre da habilidade do comprador é contribuição dele, e não atributo do ativo alienado.

O fundamento adotado é a extinção das restrições que a condição falimentar impõe à operação, todas apuradas: o financiamento por diferimento de obrigações tributárias, que somou R\$ 12.999.184 em 2025, equivalentes a 97,7% do resultado operacional recorrente; o preço de transferência praticado entre sociedades sob controle comum, extinto pela consolidação; e a restrição de crédito, evidenciada por estoque de segurança de 110,5 dias.

A projeção parte de patamar inferior ao verificado em 2025 e somente o supera no segundo ano.

1.5 Testes de sustentabilidade

Teste	Base Global	Referência	Leitura
Valor sobre resultado, atividade operacional	4,86x	10,63x	Abaixo do setor
Valor sobre receita, atividade operacional	0,71x	1,16x	Abaixo do setor
Valor sobre resultado, atividade de locação	7,59x	19,70x	Abaixo do setor
Participação do valor terminal	51,2%	Limiar de 65%	Confortável
Margem na perpetuidade	13,60%	Margem verificada de 14,66%	Abaixo do realizado
Razão sobre a avaliação patrimonial	0,7558		Três quartos do custo de reprodução

Os múltiplos implícitos situam-se abaixo das referências setoriais em todas as linhas e nas duas bases. Na atividade operacional, o fluxo descontado entrega 45,7% do que o múltiplo setorial produziria, margem de segurança deliberada contra a impugnação por excesso, objeção esperada de quem tenha interesse em depreciar o preço de alienação.

A margem projetada na perpetuidade é inferior à verificada em 2025, em 1,06 ponto percentual, porque a projeção acrescenta duas rubricas que a base histórica não contém: a remuneração da administração, não paga no curso da recuperação judicial, e a provisão de perdas com créditos, normalizada.

Registram-se, ainda, sete critérios adotados que operam em desfavor do valor apurado, relacionados no item 4.7, entre os quais os valores patrimoniais sem atualização monetária, o rateio linear da receita no período que concentra a alta temporada do varejo eletrônico e a manutenção integral dos honorários de pessoas jurídicas e serviços de terceiros na projeção.

1.6 Condicionantes

O valor apurado pressupõe nove condições, das quais três produzem efeito medido: a transferência ou preservação das contas de plataforma, cuja perda da principal reduz o valor em 18,5%; a continuidade dos contratos de locação, que alcança 14,47% do valor; e a confirmação da avaliação patrimonial em sua versão definitiva, que move a base de depreciação e o dimensionamento do reinvestimento.

As demais são de verificação jurídica ou de execução. Duas delas condicionam a própria aplicabilidade do trabalho: a não incidência do adquirente nas hipóteses do art. 141, §1º, sem a qual a não sucessão não opera e o valor apurado não se aplica; e a inexistência de passivo ambiental material, obrigação *propter rem* não alcançada pela não sucessão, sendo o valor anterior a qualquer dedução a esse título.

O quadro completo, com a natureza de cada condição e o efeito de sua não verificação, consta do item 14.3.

1.7 O fator tempo

O valor da unidade produtiva isolada não é estável no tempo, e sua erosão é assimétrica: deteriora-se com a paralisação e não se recompõe integralmente com a retomada. Quatro elementos apurados sustentam a afirmação, três deles de degradação irreversível: a redução de 41,8% dos estoques entre 31 de dezembro de 2025 e 31 de maio de 2026; os 75,5% de vida útil já consumida do parque produtivo, com vinte e um itens fora de operação e remanescente esgotado; a posição comercial em plataforma, que depende de operação ativa e de indicadores medidos continuamente pelo operador; e o conhecimento operacional, que reside em equipe cuja permanência depende da continuidade da atividade.

A celeridade da alienação não é conveniência processual: é elemento de preservação de valor. Cada período de paralisação aproxima o resultado do patamar em que o limiar do item 13.5 se inverteria. O desenvolvimento consta do item 14.5.

1.8 Recomendações

#	Recomendação
1	Apuração técnica do produto esperado da alienação forçada dos bens em separado, que completa o confronto do art. 140 com duas grandezas medidas
2	Verificação da titularidade do registro da marca perante o Instituto Nacional da Propriedade Industrial, previamente à publicação do edital
3	Obtenção dos contratos de locação, quanto a prazo, reajuste, encargos e vigência após a alienação
4	Pronunciamento jurídico quanto ao alcance da não sucessão na alienação que compreenda quotas, que condiciona a escolha entre as duas estruturas
5	Levantamento do passivo ambiental, dada a extensão das Áreas de Preservação Permanente identificadas, que alcançam 35,8% da gleba
6	Retificação, junto ao avaliador patrimonial, dos elementos formais indicados na recomendação 6 do item 14.6
7	Segregação, no edital, dos vinte e um bens fora de operação com vida remanescente esgotada
8	Divulgação dirigida a operadores do setor moveleiro e a investidores com capacidade de execução em comércio eletrônico

A oitava recomendação produz efeito econômico direto sobre o produto da alienação, pela razão desenvolvida no item 14.6.

1.9 Nota de leitura

Se o leitor busca	Consultar
O que está sendo alienado e sob que regime jurídico	Capítulo 02
Por que este método e não outro	Capítulo 03
O que o laudo não constitui e sob que premissas	Capítulo 04
Por que a operação é viável, pelos números realizados	Capítulos 05 e 06
A origem e a classificação de cada premissa	Quadro 7.10 e Apêndice A
A taxa de desconto e o valor terminal	Capítulos 08 e 09
A composição do valor e a alocação do preço	Capítulo 11
O efeito de cada premissa sobre o resultado	Capítulo 12
O patamar em que a comparação do art. 140 se inverte	Capítulo 13, Cenários de alienação e limiar de inversão
A conclusão e os parâmetros para a negociação	Capítulo 14

CAPÍTULO 02. O OBJETO DA AVALIAÇÃO: A UNIDADE PRODUTIVA ISOLADA EM AMBIENTE FALIMENTAR

2.1 Delimitação do objeto

O objeto desta avaliação não é qualquer das sociedades falidas isoladamente considerada. O objeto é a **Unidade Produtiva Isolada (UPI)** a ser constituída a partir do patrimônio consolidado dessas sociedades, cuja falência foi decretada por convalidação da recuperação judicial, com deferimento de consolidação substancial, nos autos do processo n.º 5007531-46.2021.8.21.0005/RS.

A distinção não é formal. Ela determina integralmente a arquitetura do modelo de avaliação, e todo o restante deste laudo decorre dela.

Uma empresa em atividade tem valor econômico que resulta de sua operação e de sua estrutura de capital, tomadas em conjunto. Quem adquire participação societária adquire a operação e o passivo que a acompanha, e o valor da participação é o valor da operação deduzido das obrigações. Uma unidade produtiva isolada alienada em processo falimentar, ao contrário, é uma universalidade de bens que se desprende das pessoas jurídicas que a titulavam. O adquirente recebe o conjunto de ativos organizado para o exercício da atividade empresarial, e não recebe o passivo.

Essa separação é o núcleo do instituto e é o que confere sentido econômico ao presente trabalho. Avalia-se aqui aquilo que efetivamente será transferido, nas condições jurídicas em que será transferido, e não a situação patrimonial das sociedades falidas.

As sociedades em consolidação substancial

Integram a consolidação substancial sete sociedades, todas na condição de massa falida:

#	Razão social	Titulariza ativos operacionais do perímetro
1	COZY INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE MÓVEIS LTDA	Não
2	CAOP INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE MÓVEIS S/A	Não
3	CZ COMÉRCIO DE MÓVEIS LTDA	Sim
4	DEIVID EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS EIRELI	Não
5	DTL PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS LTDA	Não
6	DITÁLIA PRODUÇÃO E LOGÍSTICA LTDA	Não
7	DITÁLIA MÓVEIS INDUSTRIAL LTDA	Sim

O deferimento da consolidação substancial produz efeito determinante para este trabalho. Os patrimônios ativos e passivos das sociedades são reunidos em massa única, as relações jurídicas recíprocas entre elas se extinguem e os credores concorrem sobre acervo unificado. A avaliação faz-se, por consequência, sobre o conjunto consolidado, e não sobre a soma de avaliações individuais.

Verificou-se que apenas duas das sete sociedades titularizam ativos operacionais aptos a compor a unidade produtiva isolada objeto deste laudo: a DITÁLIA MÓVEIS INDUSTRIAL LTDA, que detém a planta industrial e o parque produtivo, e a CZ COMÉRCIO DE MÓVEIS LTDA, que exerce a operação de venda direta ao consumidor. As demais integram a massa consolidada e concorrem para a formação do passivo, sem contribuir com ativos produtivos para o perímetro alienado.

Esse dado delimita o alcance de tudo o que este laudo afirma sobre obrigações. A apuração do exigível constante deste capítulo alcança as duas sociedades operacionais, únicas cujos balancetes integram os elementos examinados, e tem finalidade contextual: mede a desproporção entre a operação avaliada e as obrigações que a oneram. O quadro geral de credores da massa consolidada não integra esses elementos, e este laudo não afirma a dimensão nem a direção do exigível das sete sociedades reunidas.

2.2 O perímetro da unidade produtiva isolada

A unidade produtiva isolada objeto desta avaliação compreende os bens, direitos e ativos abaixo relacionados, integrantes da massa consolidada e afetados ao exercício da atividade industrial e comercial.

1. **Bens imóveis.** Terreno classificado como rural, com área de 136.650,00 m², situado na Estrada da Vindima, acesso pela Rodovia Estadual RS 444, Km 26, em Monte Belo do Sul, Rio Grande do Sul, objeto das matrículas n.º 44.864 e 47.151. Sobre ele estão implantadas as edificações do complexo industrial, com área construída total de 40.197,59 m², dos quais 38.989,17 m² averbados no registro imobiliário e 262,05 m² não averbados. A área efetivamente aproveitável foi estimada em aproximadamente 87.700,00 m², correspondendo a parcela remanescente de cerca de 48.950 m², equivalente a 35,8% da gleba, a Áreas de Preservação Permanente identificadas em vistoria técnica realizada em 10 de julho de 2026.
2. **Bens móveis afetados à produção.** Máquinas e equipamentos, móveis e utensílios, equipamentos de informática e veículos, avaliados individualmente e relacionados na avaliação patrimonial que acompanha este laudo como Anexo I, totalizando 1.908 itens.

3. **Estoques.** Matérias-primas, produtos em elaboração e produtos acabados, na posição de R\$ 6.581.375,62 apurada em 31 de maio de 2026.
4. **A operação fabril.** O processo produtivo de móveis com predominância de madeira, classificado sob o CNAE 31.01-2-00, organizado e em funcionamento, em turno único.
5. **A operação de canal.** A estrutura de venda direta ao consumidor exercida por meio de plataformas de comércio eletrônico, sob loja oficial verificada na plataforma principal, responsável por 90,9% da receita combinada do exercício de 2025.
6. **A marca.** A designação comercial sob a qual os produtos fabricados são comercializados ao consumidor final, em seu domínio amplo, conforme premissa exposta no item 2.6.2.
7. **A locação de área construída.** A relação locatícia examinada no item 2.2.1.

A data-base da avaliação é **31 de julho de 2026**. Todos os parâmetros de mercado foram apurados com informação disponível até essa data, e nenhum elemento posterior foi incorporado.

2.2.1 A atividade de locação

Parcela da área construída é objeto de locação a empresa integrante do mesmo grupo econômico, não sujeita ao processo falimentar e, portanto, estranha à massa consolidada. O resultado apurado no exercício de 2025, líquido das locações recíprocas entre sociedades consolidadas, foi de R\$ 1.587.491.

A qualificação jurídica do locatário determina o tratamento contábil e a arquitetura do modelo. Locação a sociedade situada fora do perímetro da consolidação é relação com terceiro em face da massa. A receita correspondente não se elimina, subsiste após a alienação e constitui fluxo autônomo, com natureza econômica distinta da atividade industrial. Por essa razão foi projetada em separado e descontada a custo de capital próprio, conforme se expõe no Capítulo 03 e se desenvolve no Capítulo 10.

O arranjo apresenta coerência econômica regional que reforça sua durabilidade. Monte Belo do Sul tem economia fortemente vinculada à vitivinicultura, atividade que responde por cerca de setenta por cento da produção econômica municipal, e a ocupação de área construída industrial por empresa desse setor corresponde à vocação produtiva local. Não se trata, portanto, de arranjo circunstancial montado para acomodar estrutura societária, mas de destinação compatível com a demanda efetiva da região.

Duas qualificações integram esta premissa.

1. A primeira diz respeito à **condição de partes relacionadas**. O valor locatício foi pactuado entre sociedades sob controle comum e não resulta de negociação entre partes independentes. O resultado apurado no exercício de 2025, de R\$ 1.587.491, corresponde a R\$ 25,20 por metro quadrado ao mês sobre os 5.248,80 m² de área construída locada. O dado é registrado como apurado, e este laudo não formula afirmação quanto à sua aderência a parâmetro de mercado: a demonstração exigiria pesquisa de valores locatícios industriais na região, que não integra o escopo declarado no item 4.5. A atividade é projetada e apresentada em separado, na forma do Capítulo 03, de modo que a parcela do valor que dela decorre permanece isolada e verificável, na composição do item 11.1.
2. A segunda diz respeito à **continuidade contratual**. A alienação da unidade produtiva isolada transfere a posição de locador a adquirente estranho ao grupo econômico do locatário. A permanência da relação passa a depender do prazo contratual remanescente, das cláusulas de vigência em caso de alienação do imóvel e do interesse recíproco das partes. Os contratos de locação integram os elementos de verificação relacionados no item 2.5.

2.3 O regime jurídico da alienação

2.3.1 A ordem de preferência na realização do ativo

O art. 140 da Lei 11.101/2005 estabelece ordem de preferência para a realização do ativo na falência. Alienam-se preferencialmente a empresa com seus estabelecimentos em bloco, depois a empresa com suas filiais ou unidades produtivas isoladamente, depois os bens em bloco por estabelecimento e, apenas em último lugar, os bens individualmente considerados.

A ordem não é recomendação. É comando legal cuja lógica econômica é explícita: o legislador presume que o conjunto organizado vale mais do que a soma das partes desorganizadas, e determina que a alienação atomizada seja o último recurso.

O perímetro descrito no item 2.2 compreende a integralidade da operação produtiva da massa consolidada. Seu enquadramento entre os incisos I e III é matéria de qualificação jurídica, que compete ao juízo. Para os fins deste laudo basta o que decorre de qualquer dos enquadramentos possíveis: o perímetro precede, em todos eles, a alienação dos bens individualmente considerados prevista no inciso IV.

Daqui decorre a pergunta econômica que este laudo responde: a partir de que patamar de realização a alienação dos bens individualmente considerados alcançaria o produto da alienação do conjunto em funcionamento? A resposta é o limiar apurado no Capítulo 13.

2.3.2 O alcance da não sucessão

O art. 141, inciso II, da Lei 11.101/2005 determina que o objeto da alienação em processo falimentar estará livre de qualquer ônus e que não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, incluídas expressamente as de natureza tributária, as derivadas da legislação do trabalho e as decorrentes de acidentes de trabalho. O art. 133, §1º, inciso I, do Código Tributário Nacional dispõe no mesmo sentido quanto à responsabilidade tributária por sucessão.

A regra tem alcance amplo e finalidade determinada. Sem ela, nenhum adquirente racional ofereceria preço por ativos organizados de sociedade falida, porque o valor da operação seria absorvido por passivo de dimensão desconhecida. A não sucessão não é benefício concedido ao arrematante: é condição de existência do mercado que a lei quer criar, e é o que permite que o conjunto produtivo seja alienado por valor superior ao da sucata.

No caso concreto, a magnitude e a natureza do passivo demonstram que a regra não é abstração. A apuração abaixo alcança as duas sociedades operacionais, na forma delimitada no item 2.1.

As obrigações exigíveis apuradas nos balancetes de 31 de dezembro de 2025 somam R\$ 266.917.236 na DITÁLIA e R\$ 5.214.780 na CZ, totalizando R\$ 272.132.016 antes de eliminações recíprocas. Na DITÁLIA, o exigível supera o ativo total de R\$ 182.801.743, resultando em patrimônio líquido a descoberto de R\$ 84.115.494. Confrontado com o EBITDA apurado no exercício, o exigível combinado equivale a aproximadamente 19,3 vezes.

A composição desse endividamento é mais reveladora do que seu montante.

Natureza da obrigação	Valor (R\$)	Participação
Obrigações trabalhistas e fiscais não liquidadas	111.166.627	40,9%
Credores quirografários habilitados na recuperação judicial	101.861.939	37,4%
Adiantamentos recebidos de clientes	41.799.473	15,4%
Dívida financeira onerosa	4.593.759	1,7%
Fornecedores, tributos correntes e demais obrigações	12.710.218	4,7%
Total	272.132.016	100,0%

A dívida financeira onerosa equivale a 0,33 vez o EBITDA do exercício. O referencial setorial de endividamento financeiro situa-se em 2,85 vezes na Base Global e 4,24 vezes na Base US. A

operação estava, portanto, menos alavancada que o setor em dívida bancária, e cerca de vinte vezes mais onerada em obrigações totais.

O endividamento não decorreu de tomada de crédito. Decorreu do não pagamento de obrigações vencidas. Mais de quarenta por cento do exigível corresponde a tributos e encargos trabalhistas não recolhidos, e quinze por cento a produção vendida e ainda não entregue. A operação foi financiada pelo Fisco, por via de inadimplência, e pelos próprios clientes, por via de antecipação de pedidos.

Duas consequências decorrem desse diagnóstico, ambas desenvolvidas no Capítulo 06.

1. A primeira diz respeito ao **desfecho da tentativa de reorganização**. O plano de recuperação foi rejeitado pela assembleia geral de credores, e a falência sobreveio por convocação, ainda que a receita combinada tivesse quadruplicado no curso do processo. A composição do exigível é o elemento que torna o desfecho inteligível: obrigação tributária, trabalhista e negocial pulverizada não se equaciona por reperfilamento com conjunto identificável de credores financeiros, que é o instrumento de que a recuperação dispõe. A deliberação sobre a viabilidade da reorganização coube à coletividade de credores, e este laudo registra o resultado a que ela chegou, e não juízo próprio sobre ele.
2. A segunda é que o **mecanismo de financiamento não é replicável pelo adquirente**. No exercício de 2025, o acréscimo de obrigações trabalhistas e fiscais foi de R\$ 12.999.184, valor praticamente idêntico ao EBITDA operacional recorrente do mesmo período. A operação gerava caixa e, simultaneamente, deixava de recolher montante equivalente. O adquirente da unidade produtiva isolada não dispõe desse funding, e a projeção contida neste laudo não o incorpora.

É esse conjunto que torna a unidade produtiva isolada o instrumento adequado: ela separa uma operação viável de uma estrutura de obrigações que não o era.

2.3.3 Os limites da não sucessão

A não sucessão comporta exceções, e o tratamento honesto delas fortalece a avaliação em vez de enfraquecê-la. Duas merecem registro.

1. A primeira é subjetiva. O art. 141, §1º, da Lei 11.101/2005 afasta a proteção quando o arrematante for sócio da sociedade falida ou sociedade por ele controlada, parente em linha reta ou colateral até o quarto grau do falido ou de sócio da sociedade falida, ou identificado como agente do falido com o objetivo de fraudar a sucessão. A previsão

delimita o universo de adquirentes elegíveis e integra as condicionantes desta avaliação, no sentido de que o valor aqui apurado pressupõe adquirente que não incida em nenhuma dessas hipóteses.

2. A segunda é objetiva e economicamente relevante. As obrigações de natureza ambiental não são alcançadas pela não sucessão. A Súmula 623 do Superior Tribunal de Justiça consolidou o entendimento de que as obrigações ambientais possuem natureza *propter rem*, sendo admissível exigí-las do proprietário ou possuidor atual, dos anteriores, ou de ambos, à escolha do credor. A obrigação adere ao bem e acompanha quem o detém, independentemente do título de aquisição.

O alcance desta declaração é o da obrigação de reparação que adere ao bem. Este laudo não se pronuncia sobre sanções administrativas, multas ou responsabilidade de natureza punitiva, cuja imposição depende de apuração pelos órgãos competentes e não decorre da titularidade do imóvel.

Esse é o passivo que efetivamente segue o adquirente. No caso concreto, o laudo patrimonial registra a existência de Áreas de Preservação Permanente identificadas em vistoria técnica, estimando a área aproveitável em aproximadamente 87.700,00 m² de um total de 136.650,00 m². A parcela remanescente, de cerca de 48.950 m², corresponde a 35,8% da gleba e não foi objeto de delimitação técnica formal. A avaliação econômica aqui apresentada não quantifica eventual passivo ambiental, cuja apuração demanda levantamento específico, e o valor apurado deve ser lido como valor da unidade produtiva antes de qualquer dedução a esse título.

Registre-se ainda, quanto às obrigações trabalhistas, que a jurisprudência tem afastado a não sucessão em hipóteses de fraude ou de configuração de grupo econômico, o que reforça a pertinência da delimitação subjetiva acima e integra a matriz de risco do adquirente.

2.3.4 A composição da unidade produtiva isolada

O art. 60-A da Lei 11.101/2005 dispõe que a unidade produtiva isolada pode abranger bens, direitos ou ativos de qualquer natureza, tangíveis ou intangíveis, isolados ou em conjunto, incluídas participações societárias.

A amplitude do dispositivo é o que permite estruturar a unidade aqui avaliada como conjunto que reúne a planta industrial, o parque produtivo, os estoques, a operação de canal e os intangíveis que a sustentam, ainda que titulados por sociedades distintas. A consolidação substancial deferida remove o obstáculo de tratar patrimônios formalmente separados, e a

amplitude do art. 60-A remove o obstáculo de compor a unidade com elementos de naturezas diversas.

2.3.5 O recolhimento do diferencial de alíquota ao destino

A operação de canal apura e recolhe o diferencial de alíquota devido nas vendas a consumidor não contribuinte, situado no ente federativo de destino. No exercício de 2025 o recolhimento a esse título alcançou R\$ 6.650.257, equivalentes a 5,75% da receita bruta e a 23,3% dos impostos sobre vendas do período.

O registro produz duas consequências para a leitura do valor apurado. A primeira é de perímetro: o encargo já está refletido na receita líquida sobre a qual a projeção se constrói, e nenhum ajuste adicional lhe corresponde. A segunda é de horizonte: a tributação no destino, que a reforma da tributação sobre o consumo generaliza, é a estrutura sob a qual a operação já apura, de modo que a projeção não pressupõe absorção futura de deslocamento de carga que a operação ainda não suporte. O alcance da premissa de estabilidade tributária consta do item 4.4.

2.4 Da regra jurídica à premissa econômica

O quadro a seguir sintetiza a tradução das regras acima em decisões de modelagem. Cada linha é retomada e desenvolvida nos Capítulos 03 e 07.

Regra jurídica	Consequência econômica	Efeito na modelagem
O passivo não se transfere (art. 141, II)	A estrutura de capital das sociedades falidas é juridicamente irrelevante ao objeto avaliado	Fluxo de caixa livre para a firma, desalavancado, descontado a custo médio ponderado de capital construído sobre estrutura-alvo setorial, e não sobre a estrutura observada
O prejuízo fiscal acumulado é atributo da pessoa jurídica	O atributo não acompanha a universalidade alienada	Alíquota efetiva de 34% desde o primeiro ano projetado, sem aproveitamento de créditos
A aquisição se dá por preço certo	O adquirente registra os ativos pelo custo de aquisição	Base nova de depreciação, ancorada na avaliação patrimonial, gerando escudo fiscal que hoje não existe, pois a base contábil está exaurida em 85,0%
Contas a receber, adiantamentos e fornecedores não integram o perímetro	O capital de giro é constituído do zero	Necessidade de capital de giro montada por componente, com aporte inicial no primeiro ano, creditado pelo estoque transferido

Regra jurídica	Consequência econômica	Efeito na modelagem
A consolidação substancial extingue as relações recíprocas entre as sociedades	Cessam o preço de transferência intragrupo e as locações internas	Resultado combinado, com eliminação recíproca nas duas pontas
A locatária de área construída situa-se fora da massa	A relação subsiste como receita de terceiro	Atividade de locação projetada em separado, a custo de capital próprio
A massa falida não acessa crédito bancário nem pode financiar-se por diferimento de tributos	Cessa o mecanismo que respondeu por mais de quarenta por cento do exigível	Índices de normalização de receita fundamentados na remoção da restrição de capital, e não em hipótese de gestão superior
As obrigações ambientais são <i>propter rem</i> (Súmula 623/STJ)	O passivo ambiental acompanha o imóvel	Valor apurado antes de dedução a esse título, com registro expresso da condicionante
A universalidade alienada não herda os atributos da pessoa jurídica falida, e o adquirente a explora em regime ordinário	O crescimento de longo prazo é atributo do setor em que a unidade opera, e não da trajetória da sociedade falida	Crescimento perpétuo derivado por identidade a partir de âncoras setoriais externas, e não adotado como entrada. A identidade consta do item 3.5.1 e a origem das âncoras, do Capítulo 08

2.5 O que o adquirente recebe e o que permanece como risco

1. **Recebe livre de ônus e de sucessão:** os imóveis, o parque de bens móveis, os estoques, a operação organizada, a marca, a posição de mercado e a posição de locador na relação examinada no item 2.2.1, sem responder pelo passivo tributário, trabalhista, financeiro ou comercial das sociedades falidas, e sem responder por obrigações decorrentes de acidentes de trabalho anteriores à alienação.
2. **Recebe com ônus que o acompanha:** as obrigações ambientais incidentes sobre os imóveis adquiridos, na forma da Súmula 623 do Superior Tribunal de Justiça.
3. **Assume como risco de execução, não como passivo herdado:** a recomposição integral do capital de giro, cujo dimensionamento consta do Capítulo 09; o programa de recuperação do parque de bens móveis, dimensionado no Capítulo 10 a partir da vida útil remanescente apurada item a item; e a reconstituição das relações com fornecedores em condições comerciais normais, cujo efeito de curto prazo foi projetado como sobrecusto nos dois primeiros anos.
4. **Depende de verificação documental:** a regularidade registral das matrículas e a inexistência de alienação fiduciária ou de outros gravames; a averbação da área construída e a conformidade do uso do solo em imóvel classificado como rural; os contratos de locação, quanto a prazo, índice de reajuste, responsabilidade por tributos,

seguro e manutenção, e vigência após a alienação; e o registro da marca perante o Instituto Nacional da Propriedade Industrial, nos termos do item 2.6.2.

2.6 Os intangíveis de canal

A operação de canal repousa sobre dois ativos intangíveis distintos, com regimes jurídicos e riscos próprios. Tratá-los conjuntamente obscureceria a análise.

2.6.1 A conta de plataforma

A operação de canal é exercida por meio de plataformas de comércio eletrônico, com concentração na plataforma principal, sob loja oficial verificada. A composição das despesas de comercialização debitadas por operador no exercício de 2025 mede a distribuição: 67,8% correspondem ao operador principal, 19,8% a um segundo operador, 6,2% a um terceiro e 6,1% a um quarto. No exercício anterior, os operadores diversos do principal respondiam por 16,5%. Os repasses liquidados no exercício confirmam a pluralidade, com R\$ 15,3 milhões recebidos do operador principal e R\$ 9,0 milhões do segundo.

Os atributos que sustentam o desempenho comercial, quais sejam a classificação de vendedor, o histórico de vendas superior a cinquenta mil transações, a base de seguidores e os indicadores de qualidade de atendimento e de entrega, são vinculados às contas cadastradas junto a cada operador, e essas contas são vinculadas ao cadastro nacional de pessoa jurídica da CZ COMÉRCIO DE MÓVEIS LTDA.

Disso decorrem duas estruturas possíveis de alienação, com consequências econômicas distintas.

1. **Alienação da unidade constituída por bens e direitos.** A unidade compreende os ativos e a operação, e a CZ permanece como pessoa jurídica na massa. A não sucessão opera em sua plenitude. Em contrapartida, a transferência das contas de plataforma fica sujeita às regras contratuais de cada operador, e a manutenção da classificação de vendedor e do histórico não é assegurada pela alienação judicial.
2. **Alienação da unidade compreendendo as quotas da CZ,** na forma autorizada pelo art. 60-A. A pessoa jurídica é preservada, e com ela o cadastro nacional de pessoa jurídica, as contas de plataforma e a reputação acumulada. Em contrapartida, a definição do alcance da não sucessão nessa modalidade é questão jurídica que extrapola o escopo deste laudo e demanda pronunciamento específico.

Este laudo não quantifica o diferencial de valor entre as duas estruturas. A mensuração pressupõe resolvida a questão jurídica precedente, e apresentá-la antes disso atribuiria a um parâmetro de negociação a aparência de grandeza apurada.

A escolha entre as duas estruturas constitui, ela própria, parâmetro de negociação a ser considerado pelo juízo, conforme se retoma no Capítulo 14. A avaliação foi construída na premissa de continuidade da operação de canal, e o cenário de não transferência da conta integra a matriz de sensibilidades do Capítulo 12.

A pluralidade de operadores distribui o risco que a estrutura por bens e direitos concentra, e o cenário sensibilizado mede a perda da posição junto ao operador principal, e não a extinção da operação de canal. A avaliação não credita valor a essa distribuição: a receita é projetada sobre o desempenho consolidado, sem prêmio por diversificação, e a amplitude do bloco correspondente permanece na medida em que foi construída.

2.6.2 A marca

A marca sob a qual os produtos são fabricados pela DITÁLIA e comercializados ao consumidor final constitui ativo intangível autônomo. Ela não se confunde com as contas de plataforma: designa a linha de produtos, e não o canal por onde eles transitam. É a marca que estabelece o vínculo entre o bem produzido na planta industrial e a reputação acumulada perante o consumidor.

Adota-se nesta avaliação a premissa de que a marca, em seu domínio amplo, integra o perímetro alienado e é transferida com a unidade produtiva isolada, ainda que seu registro esteja titulado por sociedade da consolidação substancial diversa da DITÁLIA ou da CZ.

A premissa tem fundamento no próprio regime de consolidação substancial. A reunião dos patrimônios em massa única implica que ativo titulado por qualquer das sociedades consolidadas integra o acervo unificado e é realizável em benefício da coletividade de credores. O registro em nome de sociedade consolidada distinta não exclui a marca do perímetro. Exige, sim, que o edital de alienação a enumere expressamente entre os bens que compõem a unidade produtiva isolada, providência de natureza formal cuja adoção é recomendada no Capítulo 14.

A premissa é, além disso, condição de coerência econômica da avaliação. A projeção de receita apoia-se no desempenho comercial efetivamente realizado, e esse desempenho foi construído sob a designação que identifica a linha de produtos perante o consumidor. Unidade produtiva

alienada sem a marca sob a qual opera seria conjunto de ativos com trajetória comercial interrompida, e não a operação em continuidade que este laudo avalia.

O alcance da premissa é o da massa consolidada. Recomenda-se a verificação da titularidade do registro perante o Instituto Nacional da Propriedade Industrial previamente à publicação do edital, de modo a assegurar a correta descrição do bem no instrumento de alienação.

Registre-se, por fim, que o valor da marca e da reputação de canal não foi somado ao resultado do fluxo de caixa descontado. Ambos já se encontram incorporados à projeção de receita, e sua adição em separado configuraria dupla contagem.

2.7 Síntese

A unidade produtiva isolada não é um artifício processual. É o instrumento pelo qual o ordenamento separa duas realidades que a contabilidade das sociedades falidas apresenta unidas: uma operação industrial e comercial que quadruplicou sua receita em quatro exercícios, e uma estrutura de obrigações que, apurada nas duas sociedades operacionais, equivale a cerca de dezenove vezes o resultado operacional que essa mesma operação produz.

A natureza dessas obrigações é o que impede qualquer solução que não seja a alienação. Não se trata de empresa sobreendividada perante bancos, hipótese que se resolve por renegociação: a dívida financeira onerosa é de apenas 0,33 vez o resultado operacional, abaixo do padrão setorial. Trata-se de empresa que financiou a própria operação deixando de recolher tributos e encargos e recebendo antecipadamente por produção não entregue. Esse endividamento não se renegocia, e o mecanismo que o gerou não se transfere ao adquirente.

Das sete sociedades reunidas pela consolidação substancial, apenas duas titularizam ativos produtivos, e é sobre essas duas que a apuração deste capítulo se constrói. As demais não contribuem com ativos operacionais para o perímetro alienado. A dimensão do exigível da massa consolidada depende do quadro geral de credores, que não integra os elementos examinados, e este laudo não a afirma.

A operação tem valor econômico mensurável. A reorganização foi submetida à coletividade de credores e rejeitada, sobrevivendo a convolação em falência. A alienação como unidade produtiva isolada é o que permite que a operação seja realizada em benefício dos credores sem que a estrutura de obrigações a acompanhe e a destrua.

Os capítulos seguintes quantificam esse valor:

- o Capítulo 03 expõe a metodologia e justifica o descarte das abordagens alternativas;

- o Capítulo 06 demonstra, a partir dos números efetivamente realizados, que a operação é viável e que o passivo é a causa da inviabilidade;
- os Capítulos 09 a 11 apuram o valor; e
- o Capítulo 13 apura o limiar a partir do qual a alienação dos bens em separado alcançaria esse valor, que é a forma pela qual a comparação exigida pela ordem de preferência do art. 140 se faz sem arbitramento de valor de liquidação.

CAPÍTULO 03. METODOLOGIA E PADRÃO DE VALOR

3.1 O padrão de valor adotado

Avaliação sem padrão de valor declarado não é avaliação: é número. O mesmo conjunto de bens admite valores legitimamente distintos conforme a pergunta que se faça, e a primeira obrigação técnica é enunciar qual pergunta este laudo responde.

O padrão adotado é o **valor econômico da unidade produtiva isolada (UPI) em continuidade operacional**, entendido como o valor presente dos fluxos de caixa que o conjunto de ativos organizado é capaz de gerar, sob titularidade de adquirente que o mantenha em operação, nas condições jurídicas de transferência examinadas no Capítulo 02.

Três delimitações precisam acompanhar essa definição.

1. **Não é valor de liquidação.** Valor de liquidação mede o produto esperado da venda dos bens em separado, sob prazo comprimido e em mercado de compradores. É grandeza distinta, e sua apuração pertence a outro trabalho técnico, que não integra este. O Capítulo 13 apura o patamar de realização a partir do qual ela alcançaria o valor aqui apurado, e a aferição de que esse patamar se verifique demanda avaliação de liquidação forçada, cuja realização se recomenda.
2. **Não é valor patrimonial.** Valor patrimonial, seja contábil, seja apurado por custo de reprodução depreciado, mede o quanto custaria repor os ativos. Ativos, porém, não têm valor por existirem: têm valor pelo caixa que produzem. Uma planta industrial idêntica vale coisas diferentes conforme opere ou esteja parada, e é essa diferença que a avaliação por fluxo captura.
3. **Não é valor justo na acepção contábil.** O valor justo definido pelas normas de contabilidade pressupõe transação ordenada entre participantes de mercado em condições correntes. A alienação aqui examinada ocorre em processo falimentar, sob procedimento competitivo regido por lei específica, com regime de não sucessão que não existe em transações ordinárias. O regime jurídico integra o objeto avaliado e não pode ser abstraído.

A avaliação observa, no que aplicável, os procedimentos da NBR 14.653, em sua parte relativa a empreendimentos, e adota o método da capitalização da renda como método principal.

A premissa de continuidade e seu conteúdo

Adotar o padrão de continuidade não é presumir sucesso. É definir o cenário sobre o qual o fluxo é projetado: o de um adquirente que recebe o conjunto organizado, recompõe o capital de giro, retoma a produção e opera a unidade sob as condições jurídicas do Capítulo 02.

Esse cenário não é otimista por construção. Ele incorpora a reconstituição integral do capital de giro a partir do zero, o programa de recuperação de um parque com vida útil majoritariamente consumida, o sobrecusto de recomposição da cadeia de fornecimento e a ausência do financiamento por inadimplência tributária que sustentou a operação recente. E o risco de que a continuidade não se verifique é tratado explicitamente no item 3.6, como condicionante declarada do resultado, e não ignorado.

3.2 As abordagens consideradas e a razão do não emprego

A doutrina de avaliação reconhece três abordagens: custo, mercado e renda. Todas foram examinadas. Documentar por que cada uma foi ou não empregada é exigência de método, e antecipa o exame de quem venha a impugnar o resultado.

Abordagem	O que mede	Emprego neste laudo
Custo de reprodução depreciado	Quanto custaria repor os ativos existentes, no estado em que se encontram	Não empregada como medida de valor. Utilizada como base de depreciação do adquirente e como teste de sanidade
Mercado, por transações comparáveis	Preços efetivamente praticados em negócios semelhantes	Não empregada
Mercado, por múltiplos de empresas comparáveis	Relação entre valor e resultado em empresas do mesmo setor	Não empregada como método principal. Utilizada como teste de sustentabilidade no Capítulo 12
Valor patrimonial contábil	Diferença entre ativo e passivo registrados	Não empregada
Renda, por fluxo de caixa descontado	Valor presente do caixa gerado pela operação	Adotada como método principal

3.2.1 A abordagem de custo

O laudo de avaliação patrimonial que acompanha este laudo, adotado em sua versão preliminar na forma do item 10.1, apura, pelo método evolutivo, o custo de reprodução depreciado dos imóveis e dos bens móveis, totalizando R\$ 110.213.509 na data de referência de 31 de maio de 2026.

Esse valor não mede o valor da unidade produtiva, por duas razões independentes.

1. **A primeira é conceitual.** Custo de reposição responde à pergunta sobre quanto custaria construir a planta novamente. O adquirente não compra uma planta para tê-la: compra para operá-la. Se a operação gerar caixa insuficiente para remunerar o investimento, o valor econômico será inferior ao custo de reposição, ainda que os bens estejam íntegros. Se gerar caixa superior, será maior. O custo é referência de grandeza, não medida de valor.
2. **A segunda é de perímetro.** O objeto alienado não é o conjunto de bens: é o conjunto de bens organizado, em funcionamento, com equipe, processo produtivo, cadeia de fornecimento, catálogo, canal de distribuição e reputação comercial. Nenhum desses elementos figura em avaliação patrimonial, e todos concorrem para a geração do fluxo projetado.

O laudo patrimonial cumpre, neste trabalho, duas funções específicas e delimitadas. Fornece a base de depreciação aplicável ao adquirente, conforme o item 3.3, ancorando-a em apuração técnica independente e evitando circularidade. E serve de teste de sanidade ao resultado do fluxo descontado, no Capítulo 12, na verificação de que o valor apurado guarda relação plausível com a substância patrimonial que o produz.

Os valores nele apurados não constituem piso de arrematação, pela razão desenvolvida no item 13.2.

3.2.2 A abordagem de mercado por transações comparáveis

A alienação de unidades produtivas isoladas em processos falimentares ocorre sob condições que a tornam inservível como amostra estatística. O perímetro de cada unidade é definido caso a caso e não admite padronização. As condições de competição variam com o número de interessados habilitados, com a publicidade do edital e com a modalidade adotada. E o preço observado incorpora, em medida desconhecida e não isolável, o desconto associado à venda judicial.

Construir referência de valor sobre esse conjunto seria importar para a avaliação exatamente a variável que ela deve medir. A abordagem não foi empregada.

3.2.3 A abordagem de mercado por múltiplos setoriais

Múltiplos de empresas comparáveis medem a relação entre valor e resultado em companhias abertas do mesmo setor.

Não constituem método principal adequado ao caso, porque o objeto avaliado difere das comparáveis em três dimensões que o múltiplo não captura: o regime de não sucessão, que altera a estrutura de capital de forma descontínua; a constituição do capital de giro a partir do zero, que é evento não recorrente; e o perfil de reinvestimento exigido por um parque com vida útil majoritariamente consumida.

Múltiplos são, contudo, instrumento de aferição valioso, e são empregados nessa qualidade. O Capítulo 12 confronta os múltiplos implícitos no resultado apurado contra os referenciais setoriais, e a leitura pretendida é de sanidade: resultado que produza múltiplo muito acima do setorial exige justificativa; resultado que produza múltiplo abaixo indica avaliação conservadora.

3.2.4 O valor patrimonial contábil

A base contábil dos ativos operacionais encontra-se depreciada em 85,0%, o que produziria valor patrimonial substancialmente inferior tanto ao custo de reposição quanto ao valor econômico. O patrimônio líquido consolidado é negativo, conforme apurado no Capítulo 02. Nenhuma dessas grandezas guarda relação com a capacidade de geração de caixa do conjunto, e a abordagem não foi empregada.

3.2.5 A abordagem de renda

Adotou-se o fluxo de caixa descontado como método principal, por três razões.

É o método que mede a grandeza economicamente pertinente à decisão que o juízo precisa tomar, qual seja a comparação entre alienar o conjunto em operação e alienar os bens em separado. É o método que permite incorporar explicitamente as condições jurídicas de transferência examinadas no Capítulo 02, cada uma traduzida em parâmetro identificável. E é o método cuja estrutura expõe suas premissas de forma auditável, permitindo que cada uma seja examinada, questionada e submetida a sensibilidade, o que é exigência do contraditório.

3.3 A arquitetura do modelo

O modelo foi construído sobre as definições abaixo, cada uma decorrente do regime jurídico do Capítulo 02 ou de decisão metodológica declarada.

Definição adotada	Fundamento	Detalhamento
Fluxo de caixa livre para a firma, desalavancado	O passivo não acompanha a unidade, de modo que a estrutura de capital observada é juridicamente irrelevante ao objeto avaliado. Projeta-se o caixa gerado pela operação antes da remuneração de credores, e não o caixa disponível ao acionista	Cap. IX

Custo de capital sobre estrutura-alvo setorial	Pela mesma razão, a taxa de desconto reflete a estrutura de capital que uma empresa do setor sustentaria em condições normais, apurada em base ampla de comparáveis	Cap. VIII
Data-base de 31 de julho de 2026, com período parcial	O primeiro período compreende cinco meses e os fluxos correntes são reconhecidos proporcionalmente. Eventos patrimoniais de constituição, notadamente a formação do capital de giro, ocorrem por inteiro dentro do período e não se rateiam	Cap. IX
Horizonte explícito de dez períodos, o primeiro parcial, seguido de perpetuidade	Extensão suficiente para que a operação percorra a transição de retomada, atinja regime normalizado e tenha seu crescimento convergido ao limite de longo prazo. Horizontes mais curtos deslocariam parcela excessiva do valor para o termo terminal. O primeiro período compreende cinco meses, e a contagem é de períodos projetados, e não de anos completos	Cap. IX
Tributação a 34% desde o primeiro ano	Prejuízo fiscal acumulado é atributo da pessoa jurídica e não se transfere na alienação. A projeção não reconhece aproveitamento de créditos nem crédito fiscal em exercício de resultado negativo	Cap. IX
Base de depreciação nova, ancorada em avaliação independente	O adquirente registra os ativos pelo custo de aquisição e deprecia sobre essa base. Como a base contábil está exaurida, o escudo fiscal projetado constitui elemento de valor efetivamente transferido. A ancoragem no laudo patrimonial evita que a base dependa do próprio resultado da avaliação	Cap. IX e X
Capital de giro montado por componente	Prazos de recebimento, estocagem e pagamento projetados individualmente. O perímetro opera 90,9% da receita em venda direta ao consumidor por plataforma, ciclo distinto do fabricante que vende no atacado, perfil predominante nas bases comparáveis	Cap. VII e IX
Duas bases de comparáveis, apresentadas em paralelo	As amostras global e norte-americana produzem resultados materialmente distintos. A global foi adotada como referência principal, por amplitude amostral, e a norte-americana como sensibilidade. Nenhuma escolha entre elas é feita em silêncio	Cap. VIII e XII

3.4 A segregação em duas atividades

O perímetro reúne duas atividades economicamente distintas, e projetá-las conjuntamente produziria distorção.

	Atividade operacional	Atividade de locação
Natureza econômica	Industrial e de varejo	Renda imobiliária contratual
Origem do fluxo	Fabricação de móveis e comercialização ao consumidor final	Locação de área construída a sociedade estranha à massa
Risco predominante	Demanda, execução e reinvestimento	Crédito do locatário e vacância
Volatilidade esperada	Alta	Baixa

Conjunto de comparáveis	Fabricantes de móveis e artigos para o lar	Sociedades de renda imobiliária
Crescimento perpétuo	Limitado pelo produto interno bruto nominal	Limitado pela inflação

Descontar renda contratual imobiliária ao custo de capital de uma fábrica de móveis subavaliaria o ativo, porque aplicaria a fluxo de baixa volatilidade uma taxa calibrada para fluxo de alta volatilidade. As duas atividades foram, por isso, projetadas separadamente e descontadas a taxas próprias, apuradas sobre conjuntos de comparáveis distintos. A construção consta do Capítulo 08 e o resultado, do Capítulo 11.

O tratamento do imóvel na atividade operacional

Os imóveis que abrigam a planta industrial permanecem dentro do fluxo operacional, sem que se impute aluguel de mercado como despesa e sem que seu valor patrimonial seja somado ao resultado do fluxo.

A alternativa consistiria em tratar a operação como se pagasse aluguel a terceiro, deduzindo-o do fluxo, e somar em seguida o valor do imóvel apurado por avaliação patrimonial. Essa decomposição foi examinada e não adotada. Ela é apropriada quando o imóvel tem uso alternativo e mercado locatício próprio, hipótese em que a operação poderia efetivamente ocupá-lo em regime de locação. Não é o caso: trata-se de complexo industrial de uso específico, edificado e ampliado conforme as necessidades produtivas da própria empresa, em imóvel rural de município de pequeno porte. A separação entre a operação e o imóvel que a abriga seria construção artificial.

A consequência dessa decisão é que **o valor apurado para a atividade operacional já compreende o imóvel fabril**. Somar a ele o valor patrimonial das edificações configuraria dupla contagem, e o Capítulo 11 é expresso quanto a isso.

Pela mesma razão, e como já registrado no item 2.6.2, o valor dos bens móveis apurado no laudo patrimonial **não é somado** ao resultado do fluxo. São precisamente esses bens que produzem o caixa projetado.

3.5 O valor terminal

Encerrado o horizonte explícito, o valor remanescente é apurado por capitalização do fluxo do primeiro período subsequente, a taxa de crescimento perpétuo constante. Três definições o governam, e este item é o domicílio da primeira.

1. **A restrição de coerência.** O crescimento perpétuo não é parâmetro livre: está preso ao retorno obtido sobre o capital aplicado, pela identidade [crescimento = retorno marginal sobre o capital $\times$ taxa de reinvestimento]

Duas das três grandezas são ancoradas em fonte setorial externa e convertidas à moeda da projeção, e a terceira resulta da razão entre elas. Arbitrar as três descreveria empresa que cresce sem aplicar o capital que o crescimento exige. Daí decorre vedação que percorre o laudo: a taxa de reinvestimento é grandeza calculada e não recebe sensibilidade própria, submetendo-se a teste o crescimento e o retorno, na forma do item 12.3. A origem e a conversão das âncoras constam do Capítulo 08, e o cálculo, do item 9.6.

2. **O teto macroeconômico é teste, e não parâmetro adotado.** O crescimento nominal de longo prazo do produto interno bruto brasileiro é limite absoluto, porque empresa alguma cresce perpetuamente acima da economia em que opera. O crescimento empregado decorre da identidade acima, situa-se abaixo desse limite e não converge a ele: o teto comparece apenas como teste de admissibilidade, no Capítulo 09. A atividade de locação tem teto próprio e inferior, na forma do item 9.7.
3. **O alcance da construção adotada.** O fluxo terminal é o resultado operacional após tributos multiplicado pela parcela não reinvestida, construção que abstrai a decomposição do reinvestimento entre investimento em ativo fixo, depreciação e variação do capital de giro. A abstração é declarada, e dela decorre um limite observado em todo o laudo: nenhum efeito adicional de escudo fiscal é reconhecido no valor terminal sem modelagem específica que o produza. A coerência entre a construção e a decomposição que ela abstrai é examinada em teste apartado, no item 9.6, que não integra o cálculo do valor.

3.6 O risco de execução e a forma do confronto

O risco de execução é condicionante declarada. Embuti-lo na taxa de desconto foi examinado e rejeitado: produziria dupla penalização, porque o custo de capital já incorpora o risco sistemático do setor e o risco-país, e descontinuidade não é risco sistemático, mas evento discreto, com desfechos e valores distintos em cada um. Diluí-lo em uma taxa converte cenário identificável em ajuste opaco, que não se examina nem se impugna separadamente.

Ponderar o resultado pela probabilidade de que a continuidade não se verifique foi igualmente examinado e não adotado, por duas razões independentes. A ponderação pressupõe valor de liquidação, grandeza que este laudo não apura e cujo arbitramento por frações do valor patrimonial constituiria escolha sem fonte no conjunto examinado. E seu produto não mede coisa alguma: reúne grandezas de naturezas distintas em número que não é o valor da unidade

em continuidade nem o produto esperado da alienação atomizada, e que se apresentaria ao juízo com aparência de resultado apurado.

A conclusão deste laudo é, por consequência, o valor em continuidade. O risco de que ela não se verifique é declarado como condicionante do resultado, articulado ao perfil do adquirente e à execução do procedimento competitivo, na forma do Capítulo 13 e do item 14.3.

O confronto exigido pelo art. 140 é feito por limiar. Em lugar de arbitrar o produto da alienação atomizada e subtraí-lo do valor apurado, apura-se o percentual da base de referência dos ativos do perímetro que a alienação individualizada precisaria realizar para alcançar a alienação como unidade produtiva isolada.

A forma dispensa arbitramento de parâmetro sem fonte, devolve ao juízo grandeza verificável em lugar de diferença construída sobre premissa do subscritor, e deixa o confronto estruturado para receber avaliação de liquidação forçada sobrevinda, que nele se substitui sem alteração do restante. A apuração constitui objeto do Capítulo 13, que é o seu domicílio.

3.7 A forma de apresentação do resultado

O resultado é apresentado em faixa, e não em valor único.

A opção é técnica, não evasiva. Avaliação econômica é exercício de estimativa sobre parâmetros que admitem intervalo legítimo, e a precisão aparente de um número isolado sugere exatidão que o método não comporta. Faixa fundamentada, acompanhada da identificação das premissas que mais movem o resultado, informa melhor a decisão do juízo e a formação de propostas pelos interessados do que um valor pontual cuja última casa decimal se tornaria objeto de disputa.

As duas bases de comparáveis são apresentadas lado a lado em todos os quadros de resultado. O Capítulo 12 reúne as sensibilidades obrigatórias, entre as quais o critério de apuração da taxa livre de risco, o prêmio de risco de mercado, o ciclo de estoque, o prazo de pagamento a fornecedores, a taxa de crescimento perpétuo, o rateio entre as duas atividades e a hipótese de não transferência da conta de plataforma.

3.8 O que o método assegura e o que não assegura

O método assegura	Em que consiste
Coerência entre o objeto e a medida	O que se avalia é o que será alienado, nas condições em que será alienado, com cada regra jurídica traduzida em parâmetro identificável
Rastreabilidade	Cada premissa possui origem declarada, seja documento, apuração contábil, base setorial ou arbitramento técnico expressamente qualificado como tal
Auditabilidade	Qualquer premissa pode ser alterada e o efeito da alteração sobre o resultado, medido, o que é a condição para que o contraditório se exerça sobre substância e não sobre impressão

O método não assegura	Tratamento
Que a operação se sustentará sob a titularidade do adquirente	Condicionante declarada no item 3.6, retomada no Capítulo 13 e no item 14.3
A fidedignidade das demonstrações contábeis	Admitida como premissa, nos termos do Capítulo 04. Não constitui auditoria
A regularidade dos títulos, gravames e condições registraes dos bens	Matéria de verificação jurídica, relacionada no item 2.5
A inexistência ou a dimensão de passivo ambiental	Demanda levantamento técnico específico. Valor apurado antes de dedução a esse título, item 2.3.3

CAPÍTULO 04. ESCOPO, FONTES E CONDICIONANTES

Este capítulo delimita o perímetro de responsabilidade técnica do subscritor, identifica os elementos que serviram de base ao trabalho e enuncia as condições sob as quais o resultado deve ser lido. Sua função é normativa: estabelece o alcance da manifestação técnica e as premissas admitidas.

4.1 Objeto e finalidade

Item	Definição
Objeto	Unidade produtiva isolada constituída a partir do patrimônio consolidado das sociedades falidas, na composição delimitada no item 2.2
Finalidade	Subsidiar a definição de parâmetros para alienação sob a Lei 11.101/2005, no âmbito do processo n.º 5007531-46.2021.8.21.0005/RS
Padrão de valor	Valor econômico em continuidade operacional, conforme item 3.1
Método principal	Fluxo de caixa descontado, com capitalização da renda
Data-base	31 de julho de 2026
Moeda	Real, em termos nominais
Destinatários	Juízo, administração judicial, credores e interessados na aquisição

O laudo destina-se exclusivamente à finalidade acima. Seu emprego para fins de operação societária, garantia, reorganização, reporte contábil ou qualquer outra destinação exigiria trabalho técnico próprio, com padrão de valor e premissas distintos.

4.2 Data-base e informação de referência

A avaliação reflete as condições existentes em 31 de julho de 2026. Os parâmetros de mercado foram apurados com observações encerradas nessa data, e nenhum elemento de data posterior foi incorporado ao cálculo.

Avaliação econômica é fotografia. Alterações posteriores em condições macroeconômicas, setoriais, operacionais ou jurídicas podem modificar o resultado, e o subscritor não assume obrigação de atualizá-lo.

4.3 Elementos que serviram de base ao trabalho

Natureza	Elementos
Contábeis	Balancetes analíticos das sociedades operacionais, exercícios de 2019 a 2025 e posição de 31 de maio de 2026; demonstrativos de saldos por centro de custo
Patrimoniais	Laudo de avaliação patrimonial elaborado por empresa de engenharia de avaliações, data de referência de 31 de maio de 2026, em versão preliminar, com relação analítica de 1.908 bens móveis
Processuais	Autuação e peças do processo falimentar
Setoriais	Publicações da associação brasileira das indústrias do mobiliário e da associação das indústrias de móveis do Rio Grande do Sul
Macroeconômicos	Relatório de expectativas de mercado do Banco Central do Brasil; séries do Sistema Gerenciador de Séries Temporais; índices do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística; séries do Federal Reserve Bank of St. Louis; preços de referência de títulos públicos federais
Comparáveis setoriais	Bases de dados públicas de parâmetros financeiros setoriais, edição de janeiro de 2026, e de prêmios de risco por país, edição de julho de 2026

O Anexo de fontes relaciona cada parâmetro empregado, sua origem identificada por arquivo ou publicação, e a fórmula de derivação quando aplicável. **Nenhum parâmetro foi incorporado ao modelo sem origem declarada.**

4.3.1 Relato das diligências

Os elementos relacionados no quadro acima foram obtidos na forma abaixo, registrando-se as diligências realizadas ao longo da execução do trabalho.

Diligência	Destinatário	Objeto
Solicitação de elementos contábeis	Administração judicial	Balancetes analíticos das sociedades operacionais e demonstrativos de saldos por centro de custo
Solicitação de elementos patrimoniais	Administração judicial	Laudo de avaliação patrimonial e relação analítica dos bens móveis
Solicitação de elementos processuais	Administração judicial	Autuação e peças relativas à convolação e à consolidação substancial
Esclarecimentos sobre o perímetro	Administração judicial	Identificação das sociedades titulares de ativos operacionais, condição das locações e titularidade dos intangíveis de canal
Levantamento de parâmetros externos	Fontes públicas	Séries macroeconômicas, bases setoriais de comparáveis e publicações de referência, todas identificadas no Apêndice A

Não foram realizadas vistorias físicas pelo subscritor. A caracterização física dos bens imóveis e móveis apoia-se na vistoria técnica realizada em 10 de julho de 2026 pelos profissionais

responsáveis pela avaliação patrimonial, documentada no laudo de avaliação patrimonial, Anexo I.

4.4 Premissas admitidas

O trabalho foi desenvolvido sob as premissas abaixo, que integram o resultado e delimitam seu alcance.

Premissa admitida	Alcance
Veracidade e representatividade das informações contábeis	Os registros contábeis foram admitidos como fidedignos quanto aos fatos que documentam. Onde a análise identificou inconsistência, ela foi apurada, quantificada e registrada no Capítulo 06
Regularidade jurídica dos bens	Admite-se que os bens integrantes do perímetro sejam de titularidade da massa e estejam livres de gravames não revelados
Continuidade operacional	A projeção pressupõe operação mantida em funcionamento. O risco de que a continuidade não se verifique é condicionante declarada do resultado, na forma do item 3.6, e não redutor do valor apurado
Adquirente elegível	O valor pressupõe arrematante que não incida nas hipóteses de exclusão da não sucessão previstas no art. 141, §1º, da Lei 11.101/2005
Regime de tributação sobre o consumo	O regime instituído pela reforma da tributação sobre o consumo encontra-se em transição dentro do horizonte projetado. A projeção adota a relação entre receita bruta e receita líquida verificada nos exercícios de 2024 e 2025, e o parâmetro de deslocamento da carga, declarado no item 7.8, é adotado em zero, o que equivale a supor preservado o poder de repasse da operação. A operação já apura e recolhe ao ente de destino, R\$ 6.650.257 no exercício de 2025, conforme item 2.3.5, de modo que o deslocamento da tributação para o destino não constitui, para ela, regime a absorver. O parâmetro é submetido a teste no intervalo de um ponto percentual da receita bruta do canal em cada sentido, e os cenários em que o efeito se materializa constam do bloco D.3 do item 12.3
Ausência de fatores ocultos	Admite-se a inexistência de fatos relevantes não revelados que afetem materialmente o valor

4.5 Delimitação da manifestação técnica

Este laudo é avaliação econômica. Sua elaboração não compreende, e seu resultado não substitui, os trabalhos técnicos abaixo relacionados.

Trabalho não compreendido	Observação
Auditoria das demonstrações contábeis	Não foram aplicados procedimentos de auditoria. Não se emite opinião sobre as demonstrações

Verificação jurídica de títulos e gravames	A regularidade registral dos imóveis, a inexistência de alienação fiduciária e a titularidade dos direitos de propriedade industrial demandam exame jurídico próprio
Avaliação de engenharia	O laudo patrimonial que acompanha este trabalho é de autoria de terceiro, e a responsabilidade técnica por seu conteúdo é do respectivo subscritor
Levantamento ambiental	A existência, a extensão e o custo de eventual passivo ambiental demandam investigação específica. O valor apurado é anterior a qualquer dedução a esse título
Avaliação de liquidação forçada	Constitui trabalho de natureza distinta, não apurado neste laudo. O confronto exigido pela lei é feito por limiar, na forma do item 3.6 e do Capítulo 13, cuja estrutura recebe a avaliação sobrevinda sem alteração do restante. Sua realização é recomendada no item 14.6
Investigação de atos praticados pela administração anterior	Matéria estranha ao objeto
Recomendação de investimento	O laudo não constitui aconselhamento a qualquer interessado quanto à conveniência de adquirir a unidade ou quanto ao preço a ofertar

4.6 Condicionantes transportadas do laudo patrimonial

O laudo de avaliação patrimonial consigna as condicionantes abaixo, que se transportam a este trabalho por integrarem a base dos valores patrimoniais adotados.

Acrescenta-se, como condicionante deste laudo, a adoção da avaliação patrimonial em **versão preliminar**, nos termos e com o fundamento expostos no item 10.1. Alteração de valores na versão definitiva exige revisão deste trabalho, na forma do item 4.9.

Condicionante	Efeito neste laudo
Área construída averbada de 38.989,17 m ² , remanescendo 262,05 m ² não averbados	A regularização registral da área não averbada é providência a cargo do adquirente
Avaliação das duas matrículas em conjunto, sem demarcação individualizada	Não há atribuição de valor por matrícula. O rateio entre as atividades adotou critério de área construída
Áreas de Preservação Permanente identificadas em vistoria, sem delimitação técnica formal, com área aproveitável estimada em 87.700,00 m ²	O valor patrimonial adotado incorpora a estimativa do avaliador. O passivo ambiental não é quantificado, conforme item 2.3.3
Declaração de ocupação integral do imóvel pelo proprietário	A atividade de locação foi apurada a partir dos registros contábeis, e não do laudo patrimonial
Grau de fundamentação II e grau de precisão III, na norma técnica de referência	O valor patrimonial é adotado como apurado, sem ajuste
Data de referência de 31 de maio de 2026	Adotado sem atualização monetária para a data-base deste laudo. Em ambiente de inflação positiva, o critério é conservador quanto ao valor do ativo

Condicionante	Efeito neste laudo
Documento apresentado em versão preliminar	Adotado como bom e válido, na forma do item 10.1. Alteração na versão definitiva exige revisão deste trabalho

4.7 Critérios conservadores adotados

Registram-se, para transparência, as escolhas que operam em desfavor do valor apurado. Sua identificação permite ao leitor situar o resultado dentro do intervalo de estimativas defensáveis.

Critério	Efeito
Valores patrimoniais adotados sem atualização monetária para a data-base	Subestima a base de ativos e o escudo fiscal correspondente
Rateio linear da receita no período parcial	O período remanescente concentra a alta temporada do varejo eletrônico de móveis, de modo que o rateio proporcional tende a subestimar o resultado do período
Vidas fiscais das classes de ativo não deslocadas em função do período parcial	Subestima levemente o escudo fiscal
Construção do fluxo terminal por identidade fundamental, sem reconhecimento de escudo fiscal adicional	O valor terminal não incorpora efeito de depreciação além do que a identidade produz, e nenhum efeito adicional é reconhecido sem modelagem específica, conforme item 3.5
Ausência de reconhecimento de ganho decorrente de gestão superior do adquirente	Exclui da projeção parcela de valor que seria atribuível à contribuição do comprador
Eliminação da linha de investimento em expansão	A reposição de equipamento ao fim da vida útil por equipamento novo já entrega capacidade adicional, e a manutenção das duas linhas configuraria dupla contagem
Manutenção integral dos honorários de pessoas jurídicas e serviços de terceiros na base recorrente	As contas que os registram somaram R\$ 2.809.360 no exercício de 2025, dos quais R\$ 1.208.474 correspondem a encargo de plataforma debitado em despesas de comercialização, medido no item 6.5. O critério conservador alcança os R\$ 1.600.886 restantes, equivalentes a 12,0% da base recorrente, integralmente mantidos na projeção. O exame do razão, lançamento a lançamento, alcança 99,95% do montante e identifica R\$ 40.259 de dispêndio atribuível ao procedimento, sem honorário de administrador judicial, sem advocacia do procedimento e sem custas processuais. A parcela que a matriz isola, de R\$ 815.094, eleva o valor apurado em 7,2% quando excluída, conforme o bloco C.3 do item 12.3

4.8 Independência e responsabilidade

O subscritor não possui interesse, direto ou indireto, no resultado da alienação, nas sociedades falidas, em seus sócios ou em potenciais interessados na aquisição. Sua remuneração não está vinculada ao valor apurado nem à consumação de qualquer negócio.

A responsabilidade técnica pelo conteúdo deste laudo é integral do subscritor, nos termos da declaração constante do item P.9 da Parte Preliminar e do item 24, alínea (c), da NBC PP 01

(R2). Os documentos obtidos de terceiros, relacionados como Anexos no Termo de Encerramento, constituem elementos de prova recebidos e examinados, na forma do item 55 da NBC TP 01 (R2), e não trabalho executado ou supervisionado pelo subscritor.

4.9 Reserva de revisão

O resultado apurado é função das premissas declaradas. A superveniência de elementos que alterem materialmente qualquer delas, notadamente quanto ao perímetro alienado, à composição do passivo consolidado, à titularidade dos direitos de propriedade industrial, às condições contratuais da locação ou à existência de passivo ambiental, autoriza e recomenda a revisão do trabalho.

O subscritor coloca-se à disposição do juízo e da administração judicial para prestar os esclarecimentos que se façam necessários e para proceder às revisões que a instrução processual venha a exigir.

CAPÍTULO 05. CONTEXTO: A EMPRESA, O SETOR E A TRAJETÓRIA

Este capítulo estabelece os fatos econômicos sobre os quais repousam as premissas de projeção. Sua função não é narrativa: é demonstrar que o desempenho projetado nos capítulos seguintes decorre de estrutura operacional efetivamente verificada, e não de hipótese construída.

5.1 A unidade produtiva e sua inserção regional

Item	Descrição
Atividade	Fabricação de móveis com predominância de madeira, CNAE 31.01-2-00
Localização	Estrada da Vindima, acesso pela Rodovia Estadual RS 444, Km 26, Monte Belo do Sul, Rio Grande do Sul
Terreno	136.650,00 m ² , classificado como rural, área aproveitável estimada em 87.700,00 m ²
Área construída	40.197,59 m ²
Regime de operação	Turno único
Canal de comercialização	Venda direta ao consumidor por plataformas de comércio eletrônico, com concentração na plataforma principal
Parque produtivo	1.908 bens móveis avaliados, idade aparente média de 17,0 anos sobre vida útil técnica média de 22,5 anos
Estado de conservação	94,7% do valor de reposição classificado como regular

Monte Belo do Sul integra a Serra Gaúcha e possui população estimada em 2.608 habitantes. A economia municipal vincula-se predominantemente à vitivinicultura, que responde por cerca de setenta por cento da atividade econômica local. A unidade situa-se em proximidade de Bento Gonçalves e Garibaldi, o que assegura acesso a fornecedores, mão de obra qualificada e infraestrutura logística.

Dois elementos dessa caracterização produzem efeito direto na avaliação.

1. O turno único confirma capacidade instalada não utilizada, o que sustenta a projeção de crescimento de volume sem investimento proporcional em capacidade.
2. E a idade do parque, com 75,5% da vida útil consumida, define um perfil de reinvestimento frontalmente carregado, tratado no Capítulo 10.

5.2 O setor de móveis

O segmento de móveis residenciais, incluídos os modulados, registrou faturamento nacional de R\$ 91,5 bilhões em 2024, com crescimento nominal de 12,1% sobre o exercício anterior,

correspondentes a aproximadamente 319 milhões de peças e a 72,5% da produção nacional do setor.

O segmento foi adotado como referência setorial por compatibilidade de perfil. A produção da unidade caracteriza-se por funcionalidade e relação entre custo e benefício, atributos do segmento residencial, distintos do segmento de móveis planejados, que opera sob medida, em faixa de preço superior e com dinâmica de crescimento própria.

A referência setorial nacional é empregada como contexto, e não como parâmetro de projeção. O crescimento do segmento mede a expansão de um mercado de âmbito nacional, ao passo que o desempenho da unidade avaliada é determinado por sua posição em canal específico de comércio eletrônico, cuja dinâmica não coincide com a do setor tomado em conjunto.

O desempenho regional

Indicador	Período de doze meses	Fonte
Varejo de móveis, Rio Grande do Sul	queda de 13,1%	Publicação setorial regional
Varejo de móveis, Brasil	queda de 4,8%	Publicação setorial regional
Produção industrial de móveis, Rio Grande do Sul	crescimento de 0,3%	Publicação setorial regional

Esses números têm significado preciso e devem ser lidos com atenção ao que medem. O varejo físico de móveis no Rio Grande do Sul contrai-se em ritmo quase três vezes superior ao nacional, enquanto a produção industrial gaúcha permanece estável. A divergência indica que o problema do setor no estado está no canal de distribuição tradicional, e não na capacidade produtiva.

Essa constatação é a validação externa da decisão estratégica que reorganizou a operação avaliada. A migração para venda direta ao consumidor não foi resposta idiossincrática de uma administração isolada: foi adequação a um deslocamento de canal que os dados setoriais regionais confirmam e que persiste na data-base desta avaliação.

5.3 A reestruturação do canal de comercialização

A operação foi originalmente estruturada como fabricante que vende no atacado a lojistas. A partir de 2021, constituiu-se estrutura de comercialização direta ao consumidor final, operada por sociedade própria, sob loja oficial na plataforma principal e com presença em outras sete plataformas de comércio eletrônico.

A migração é mensurável nos registros contábeis e não depende de interpretação.

Receita líquida operacional (R\$)	2021	2022	2023	2024	2025
DITÁLIA, pré-eliminações	18.138.963	14.230.962	18.795.274	39.004.164	54.168.899
CZ	5.828.546	16.291.142	26.109.756	59.194.801	84.388.384
Eliminações intragrupo	(3.325.386)	(8.237.467)	(14.007.714)	(35.702.129)	(48.220.068)
Grupo	20.642.123	22.284.638	30.897.316	62.496.837	90.337.215
Participação do canal direto	28,2%	73,1%	84,5%	94,7%	93,4%

Simultaneamente, as linhas do modelo anterior desapareceram.

Receita bruta por linha, DITÁLIA (R\$)	2021	2023	2025
Industrialização por encomenda	6.072.443	578.677	542.194
Mercado externo	1.175.792	1.756.630	0
Produtos, mercado interno	15.156.615	22.677.321	68.036.364

A industrialização por encomenda, que representava parcela expressiva do faturamento em 2021, praticamente cessou. A exportação foi descontinuada. E a produção própria destinada ao mercado interno, que agora transita integralmente pelo canal direto, multiplicou-se por quatro e meio.

Não se trata, portanto, de empresa que acrescentou um canal. Trata-se de empresa que substituiu integralmente seu modelo de comercialização, e que o fez com êxito mensurável em volume.

A posição alcançada no canal

A loja oficial apresenta, na data-base, histórico superior a cinquenta mil vendas realizadas, base superior a trinta e três mil seguidores, catálogo ativo com mais de mil produtos e indicadores positivos de atendimento e de cumprimento de prazo de entrega. A qualidade da execução é corroborada por indicador interno independente: as devoluções e cancelamentos, líquidos de tributos, caíram de 3,01% da receita bruta em 2022 para 2,36% em 2025.

A posição não repousa sobre operador único. No exercício de 2025, as plataformas diversas da principal respondem por 32,2% das despesas de comercialização debitadas por operador, contra 16,5% no exercício anterior, e o segundo operador liquidou R\$ 9,0 milhões de repasses. A diversificação reduz a dependência de relação contratual única, e a projeção não lhe atribui valor: a receita é projetada sobre o desempenho consolidado do canal.

5.4 A trajetória econômica de 2021 a 2025

(R\$)	2021	2022	2023	2024	2025
Receita combinada	22.087.634	23.639.245	32.483.687	66.207.965	92.801.007
Δ anual da receita operacional		8,0%	38,7%	102,3%	44,6%
EBITDA	4.005.562	(902.209)	(3.090.352)	11.287.708	14.088.556
Resultado líquido	(1.377.249)	(4.562.313)	(5.345.681)	(2.706.088)	(888.184)

As três linhas de valor decorrem da apuração combinada do item 6.1, pelas identidades abaixo, e não de linha única de origem.

Linha	Composição
Receita combinada	Receita líquida operacional, acrescida da receita de aluguéis e das outras receitas
EBITDA	EBITDA operacional, acrescido das mesmas duas rubricas
Resultado líquido	Resultado antes do resultado financeiro, deduzido do resultado financeiro das duas sociedades e acrescido dos resultados não operacionais, estes apurados nos balancetes do Anexo III

A leitura conjunta dessas quatro linhas é o fato central deste capítulo.

A série reproduz a apuração combinada do item 6.1 nos cinco exercícios. A receita combinada multiplicou-se por 4,20 vezes entre 2021 e 2025, o que corresponde a crescimento anual composto de 43,2%. O EBITDA percorreu trajetória em U: negativo nos exercícios de transição de 2022 e 2023, período em que a estrutura industrial operava abaixo de escala enquanto o novo canal era construído, e positivo e crescente a partir de 2024, alcançando R\$ 14,1 milhões em 2025.

Todo esse desempenho foi obtido durante o curso da recuperação judicial, sob restrição de crédito, com fornecedores exigindo condições agravadas e sem capacidade de investimento. É o contrafactual mais relevante deste laudo: a operação não apenas sobreviveu ao processo, como quadruplicou de tamanho dentro dele.

O resultado líquido, por sua vez, permaneceu negativo em todos os exercícios do período. A explicação não está na operação, e o Capítulo 06 a desenvolve: está na estrutura de obrigações examinada no item 2.3.2.

O exercício de 2021 e sua exclusão da série de análise

O exercício de 2021 foi excluído de todas as médias, regressões e premissas deste laudo. Trata-se do primeiro ano de funcionamento da estrutura de canal direto, com gastos industriais registrados de forma não comparável aos exercícios subsequentes e com lançamento de crédito expressivo em conta de material de uso e consumo, o que contamina a série de

margem anterior a 2023. A exclusão é conservadora, uma vez que 2021 registra o único EBITDA positivo do triênio inicial.

5.5 A economia do modelo atual

A substituição do canal alterou a estrutura de custos de forma que exige leitura cuidadosa, sob pena de conclusão equivocada quanto à rentabilidade.

Sobre a receita líquida operacional	2022	2023	2024	2025
Custos, líquidos de depreciação	73,5%	71,2%	41,4%	41,4%
Margem bruta	15,2%	21,6%	55,5%	56,4%

A expansão da margem bruta de 21,6% para 55,5% entre 2023 e 2024 não representa ganho de eficiência industrial. Representa mudança de base: ao vender diretamente ao consumidor, a receita passa a ser reconhecida a preço de varejo, ao passo que o custo permanece sendo o custo de fabricação. A margem de intermediação, que antes pertencia ao lojista, passou a integrar o resultado do grupo.

Em contrapartida, o grupo passou a incorrer nos custos que o lojista suportava. Comissão de plataforma, frete ao consumidor final, publicidade e estrutura de atendimento migraram para a demonstração de resultado.

Custo agregado de canal, sobre a receita bruta do canal direto	2022	2023	2024	2025
Comissões, fretes e publicidade	28,59%	28,95%	28,70%	27,48%

Essa estabilidade é um dos achados mais relevantes deste laudo. Os três componentes migram entre si ao longo dos exercícios, e a publicidade em particular oscila de forma acentuada, mas o agregado praticamente não se move, com variação máxima de 1,5 ponto percentual em quatro exercícios. É por essa razão que o Capítulo 07 projeta o agregado, e não as três linhas em separado.

Verificação equivalente aplica-se ao custo de produção, que registrou 41,38% da receita operacional em 2024 e 41,38% em 2025, coincidência apurada em exercícios com receitas de R\$ 62,5 milhões e R\$ 90,3 milhões. Direcionador que se mantém estável sob variação de 45% na escala não foi arbitrado: foi medido.

5.6 O que a trajetória não resolveu

O crescimento não corrigiu três condições estruturais, todas quantificadas no Capítulo 06 e todas incorporadas às premissas de projeção.

Condição	Evidência	Efeito na projeção
Investimento diferido	Investimento acumulado de R\$ 118.894 entre 2022 e 2025, contra depreciação de R\$ 8.802.088 no mesmo período, equivalente a 1,4%	Programa de recuperação do parque, dimensionado item a item no Capítulo 10
Financiamento por inadimplência tributária	Acréscimo de R\$ 12.999.184 em obrigações trabalhistas e fiscais em 2025, praticamente igual ao resultado operacional do exercício	Ausência integral desse mecanismo na projeção, com exigência de caixa correspondente
Ciclo de giro deteriorado	Estoque em 110,5 dias de custo de produção ao fim de 2025, reduzido a 64,3 dias em maio de 2026	Ciclo projetado em regime normalizado, com sensibilidade sobre o intervalo verificado

A conclusão que esses três elementos autorizam é precisa: **a operação cresceu apesar da estrutura financeira, e não em razão dela**. O crescimento consumiu capital de giro que a empresa não possuía, e o financiou deixando de recolher tributos e de repor o parque produtivo. É modelo que produz volume e destrói capacidade, e que se esgota por construção.

5.7 A trajetória processual

Marco	Registro
Distribuição da recuperação judicial	Exercício de 2021, processo n.º 5007531-46.2021.8.21.0005/RS
Período de vigência do processo de recuperação	Exercícios de 2021 a 2025, durante os quais a receita combinada multiplicou-se por 4,20 vezes
Convolação em falência	Decretada por rejeição do plano em assembleia geral de credores
Consolidação substancial	Deferida, alcançando sete sociedades, conforme item 2.1
Avaliação patrimonial	Vistoria realizada em 10 de julho de 2026, com data de referência de 31 de maio de 2026
Data-base desta avaliação	31 de julho de 2026

A sequência merece registro expresso, porque contraria a leitura intuitiva. A recuperação judicial não fracassou por deterioração da operação. Ela transcorreu integralmente durante o período de maior crescimento da história da empresa. O plano foi rejeitado pela coletividade de credores, e a rejeição é juízo dos próprios credores sobre a viabilidade da proposta, e não avaliação do subscritor. A dimensão e a composição do passivo, examinadas no item 2.3.2, são o elemento que torna o desfecho inteligível.

5.8 Síntese

Quatro fatos deste capítulo sustentam os capítulos seguintes.

1. **A operação é viável e cresceu.** Receita multiplicada por 4,20 vezes em quatro exercícios, com resultado operacional positivo e crescente desde 2024.
2. **A reestruturação do canal foi acertada e é externamente validada.** O varejo físico de móveis no Rio Grande do Sul contrai-se a 13,1% ao ano enquanto a produção industrial permanece estável, o que confirma que o deslocamento estava no canal, e não na capacidade produtiva. A operação avaliada antecipou esse deslocamento.
3. **A economia do modelo é medida, não estimada.** Custo de produção estável em 41,38% sob variação de 45% na escala, e custo agregado de canal variando 1,5 ponto percentual em quatro exercícios. As premissas de projeção do Capítulo 07 apoiam-se nessas medições.
4. **O que inviabilizou a empresa não foi a operação.** Foi a estrutura de obrigações, e o mecanismo que a financiou não se transfere ao adquirente. É a demonstração aritmética desse ponto que o Capítulo 06 apresenta.

CAPÍTULO 06. ANÁLISE DO DESEMPENHO REALIZADO

Este capítulo apura o desempenho efetivamente verificado, identifica os elementos não recorrentes, testa a economia industrial contra referências setoriais e conclui com a apuração aritmética da desproporção entre a operação e a estrutura de obrigações que a onera.

Todos os valores decorrem dos balancetes analíticos das sociedades operacionais. Cada ajuste é rastreável a conta contábil identificada.

6.1 A demonstração de resultado combinada

(R\$)	2021	2022	2023	2024	2025
Receita líquida operacional	20.642.123	22.284.638	30.897.316	62.496.837	90.337.215
(-) Custos de produção	(16.725.956)	(18.902.141)	(24.228.455)	(27.842.878)	(39.352.338)
(=) Resultado bruto	3.916.167	3.382.496	6.668.861	34.653.959	50.984.877
% de margem bruta	19,0%	15,2%	21,6%	55,4%	56,4%
(-) Despesas operacionais	(3.985.549)	(8.189.415)	(13.596.203)	(29.093.057)	(41.368.313)
(=) Resultado operacional	(69.383)	(4.806.919)	(6.927.342)	5.560.902	9.616.564
% de margem operacional	(0,3%)	(21,6%)	(22,4%)	8,9%	10,7%
(+) Deprec. e amort.	2.629.434	2.550.101	2.250.619	2.015.677	2.008.200
(=) EBITDA operacional	2.560.051	(2.256.817)	(4.676.724)	7.576.579	11.624.764
% de margem EBITDA	12,4%	(10,1%)	(15,1%)	12,1%	12,9%
(+) Resultado de aluguéis	1.396.316	1.324.454	1.557.962	1.620.686	1.587.491
(+) Outras receitas	49.195	30.154	28.409	2.090.443	876.301
(=) EBITDA total do grupo	4.005.562	(902.209)	(3.090.352)	11.287.708	14.088.556

Os custos de produção incluem depreciação industrial, revertida na linha correspondente. Líquidos de depreciação, situam-se em 68,4%, 73,5%, 71,2%, 41,4% e 41,4% da receita operacional nos cinco exercícios.

A trajetória em U dos exercícios de 2022 e 2023 corresponde ao período de transição de canal descrito no item 5.3. A estrutura industrial operava abaixo de escala enquanto o novo canal era construído. A partir de 2024 o custo de produção estabiliza-se e a margem operacional torna-se positiva.

A elevação da margem bruta de 21,6% para 55,5% entre 2023 e 2024 não representa ganho de eficiência industrial, e sim alteração da base de reconhecimento da receita, conforme exposto no item 5.5. A contrapartida integral dessa elevação encontra-se nas despesas operacionais, que passam de R\$ 13,6 milhões para R\$ 29,1 milhões no mesmo intervalo.

A eliminação das operações recíprocas foi efetuada nas duas pontas. As vendas da fábrica para a sociedade de canal, no montante de R\$ 48.220.068 em 2025, foram eliminadas contra as compras correspondentes, e os aluguéis pagos entre as sociedades foram eliminados contra a receita de locação. Eliminação unilateral produziria distorção simultânea em receita e custo.

6.2 A segregação por entidade e o preço de transferência

(R\$)	2022	2023	2024	2025
Receita líquida, DITÁLIA	14.230.962	18.795.274	39.004.164	54.168.899
Receita líquida, CZ	16.291.142	26.109.756	59.194.801	84.388.384
Vendas intragrupo eliminadas	(8.237.467)	(14.007.714)	(35.702.129)	(48.220.068)
Margem bruta da CZ	36,8%	41,8%	39,6%	42,3%

A sociedade de canal adquire da fábrica a preço que lhe assegura margem bruta estável em torno de quarenta por cento, sobre a qual incidem os custos de comercialização direta. Essa margem é o **preço de transferência intragrupo**, e três observações a seu respeito são necessárias.

1. A primeira é que ela **não afeta o resultado combinado**. O que uma sociedade registra como receita, a outra registra como custo, e a eliminação recíproca anula ambos.
2. A segunda é que ela **afeta a leitura do desempenho individual**. Aos preços praticados, a sociedade de canal apura prejuízo isolado, o que decorre da política de preço adotada entre partes sob controle comum e não de deficiência da operação de canal.
3. A terceira é que ela **deixa de existir no perímetro alienado**. A consolidação substancial extingue as relações recíprocas, e a unidade produtiva isolada opera como conjunto único. A projeção do Capítulo 09 é construída sobre o resultado combinado, e nenhuma premissa depende do preço de transferência.

6.3 A ponte do EBITDA

A base de projeção adotada no Capítulo 09 não é o EBITDA apurado. É o resultado operacional recorrente, obtido por ajustes individualmente identificados.

Ponte para a base de projeção, exercício de 2025		R\$
Resultado operacional apurado		9.616.564
(+) Depreciação de ativos produtivos, conta 43301006		1.973.470
(+) Provisão de perdas com créditos de clientes, conta 5128		1.306.845
(+) Receita com resíduos industriais, conta 31151000		409.380
(=) Base operacional recorrente de projeção		13.306.259
Receita operacional com resíduos		90.746.595
Margem EBITDA recorrente		14,66%

Fundamento de cada ajuste

Ajuste	Natureza	Fundamento
Depreciação de ativos produtivos	Reversão	Item não caixa. O adquirente deprecia sobre base própria, apurada no Capítulo 10
Provisão de perdas com créditos de clientes	Exclusão do lançamento específico	Constituída em 2025 sobre saldo de clientes da sociedade de canal, conta que não integra o perímetro alienado, conforme item 2.4. A série de cinco exercícios demonstra a excepcionalidade do lançamento, e nada além disso: a recorrência da perda de crédito na operação futura é tratada por normalização declarada no Capítulo 07
Receita com resíduos industriais	Inclusão	Subproduto do processo fabril, recorrente por natureza, cujo volume acompanha o volume de produção

Itens examinados e não ajustados

Item	Valor em 2025	Tratamento
Recuperação tributária, conta 31301006	453.344	Excluída da base. Evento de exercício, sem lastro de recorrência. Registrara R\$ 2.048.949 em 2024 e zero nos exercícios anteriores
Resultado de aluguéis	1.587.491	Segregado para a atividade de locação, conforme item 3.4
Depreciação de ativos não produtivos e amortização	34.730	Mantida como redutor, por não integrar o custo de produção
Despesas tributárias da sociedade de canal, conta 5220	1.305.664	Mantidas integralmente na base. A rubrica saltou de R\$ 471.926 em 2024 e comporta parcela de acessórios moratórios. A manutenção integral é conservadora, uma vez que a segregação de multas e juros elevaria a base
Honorários e serviços de terceiros, conta 5137	1.661.339	Mantidos integralmente. Elevaram-se de R\$ 116.753 em 2024. A manutenção é conservadora pela mesma razão

Os dois últimos itens merecem registro expresso. Ambos representam elevações abruptas de despesa no exercício de 2025 e comportariam normalização. Optou-se por mantê-los

integralmente na base de projeção, o que reduz o resultado projetado e, por consequência, o valor apurado.

6.4 A economia industrial: teste de comparabilidade setorial

Comparar diretamente os indicadores da operação com os de fabricantes de móveis produziria conclusão equivocada. Um fabricante do agregado setorial vende no atacado, e quem suporta comissão de plataforma, frete ao consumidor e publicidade é o varejista que o sucede na cadeia. A operação avaliada exerce as duas funções.

O teste apropriado constrói uma **receita fabril equivalente**, removendo a camada de varejo, e compara sobre essa base.

(R\$)	2022	2023	2024	2025
Receita líquida operacional	22.284.638	30.897.316	62.496.837	90.337.215
(-) Despesas variáveis do canal direto	(6.060.814)	(10.949.219)	(24.109.959)	(31.793.184)
(=) Receita fabril equivalente	16.223.824	19.948.097	38.386.877	58.544.031

Indicador sobre a receita fabril equivalente	2024	2025	Média	Referência US	Referência Global
Custo de produção	72,53%	67,22%	69,88%	69,72%	71,99%
Margem bruta	27,47%	32,78%	30,12%	30,28%	28,01%
Despesas de estrutura	12,98%	16,36%	14,67%	22,43%	16,91%

O resultado é a defesa central do nível de margem adotado na projeção. A economia industrial da operação é praticamente coincidente com a Base US do setor: custo de produção de 69,88% contra 69,72%, e margem bruta de 30,12% contra 30,28%. A convergência ocorre em duas linhas independentes e sobre base construída antes de conhecido o resultado da comparação.

A terceira linha exige leitura própria. As despesas de estrutura situam-se em 14,67% da receita fabril equivalente, abaixo do intervalo setorial de 16,91% a 22,43%. Estrutura mais enxuta que a do agregado setorial é compatível com operação de porte inferior e com planta única, mas o Capítulo 07 incorpora esse dado de forma prudente, projetando crescimento real do componente fixo administrativo acima da inflação, de modo a acomodar os degraus de estrutura que a expansão de escala tende a exigir.

Os exercícios de 2022 e 2023 não integram a média por refletirem subabsorção industrial durante a transição de canal, com custos de produção superiores à própria receita equivalente.

6.5 A estrutura de despesas

Despesas de canal

Sobre a receita bruta do canal direto	2022	2023	2024	2025
Fretes sobre vendas	14,69%	16,17%	17,41%	17,48%
Comissões e prêmios de plataforma	13,73%	12,19%	9,19%	10,31%
Publicidade e propaganda	0,17%	0,60%	2,55%	0,60%
Agregado	28,59%	28,95%	28,70%	27,48%

Os componentes individuais movimentam-se de forma acentuada. A publicidade percorre intervalo de 0,17% a 2,55%, e a comissão efetiva de plataforma oscila entre 9,19% e 13,73%. O agregado, contudo, permanece contido em faixa de 1,5 ponto percentual ao longo de quatro exercícios.

A leitura econômica é direta: os três componentes são substitutos parciais. Investimento em publicidade eleva a exposição e reduz a dependência de posicionamento pago na plataforma; variações na política de frete gratuito deslocam custo entre rubricas. Projetar o agregado, e não as três linhas em separado, evita construir uma normalização de publicidade que a série não sustenta.

Registre-se que a comissão efetiva de plataforma apurada internamente é de 10,31% da receita bruta no exercício de 2025, medida sobre os valores debitados na conta de comissões. Trata-se de apuração sobre valores efetivamente debitados, incorporando isenções, campanhas e faixas de classificação de vendedor, e é fonte superior a tabelas públicas de tarifas.

O encargo total de plataforma é superior ao registrado naquela conta. As despesas de comercialização debitadas por operador crescem R\$ 1.208.474 ao exercício, e a medida completa do encargo alcança 11,3575% da receita bruta do canal. A diferença de 1,05 ponto percentual não altera o agregado projetado nem o valor apurado: a parcela acrescida está compreendida na premissa de despesas fixas do canal, de 3,79% da receita operacional, e as duas premissas escalam pelo mesmo fator de conversão. A memória do cálculo consta da linha 141 da aba 02.1 do modelo.

Estrutura própria

(R\$)	2022	2023	2024	2025
Estrutura administrativa	1.610.783	2.007.566	2.582.635	3.117.783
Estrutura comercial	465.223	278.815	561.295	1.726.899
Despesas fixas recorrentes do canal	49.384	357.302	1.837.984	3.419.498

A estrutura administrativa apresenta comportamento semifixo. A regressão sobre os quatro exercícios da série de análise decompõe a rubrica em componente fixo de R\$ 1.248.532 e componente proporcional de 2,10% da receita operacional, com coeficiente de determinação de 0,98. A estrutura cresceu cerca de 25% ao ano enquanto a receita crescia cerca de 60%, o que confirma a natureza semifixa e afasta tanto o tratamento como custo fixo puro quanto o tratamento como custo integralmente variável.

A estrutura comercial não foi objeto de regressão. A folha de pessoal comercial somente foi alocada ao respectivo centro de custo a partir de 2025, de modo que a série anterior é incomparável, e regressão sobre séries incomparáveis produz coeficiente sem significado. Adotou-se o percentual apurado em 2025.

6.6 A estrutura patrimonial

Três achados patrimoniais integram as premissas de projeção.

Investimento diferido

(R\$)	Acumulado 2022 a 2025
Investimento em ativo imobilizado	118.894
Depreciação do período	8.802.088
Relação	1,4%

A operação praticamente não repôs seu parque produtivo durante quatro exercícios. Esse achado, contudo, exige uma qualificação que o torna menos alarmante do que aparenta: a intensidade de depreciação da operação, medida em 2,16% da receita, é praticamente idêntica à referência setorial de 2,20% na Base US e 2,15% na Base Global.

A coincidência tem consequência relevante. Se a depreciação registrada acompanha o padrão setorial, a base de ativos não está distorcida por depreciação acelerada. **Toda a divergência está no investimento, e não na depreciação.** O problema é de caixa diferido, quantificável e endereçável pelo adquirente, e não vício de mensuração patrimonial. O Capítulo 10 dimensiona o programa de recuperação item a item.

Financiamento por inadimplência

(R\$)	2025
Acréscimo de obrigações trabalhistas e fiscais	12.999.184
Base operacional recorrente do exercício	13.306.259
Relação	97,7%

A operação gerou resultado operacional recorrente de R\$ 13,3 milhões e, no mesmo exercício, deixou de recolher montante praticamente idêntico. A média anual do período é de R\$ 8,55 milhões.

Esse dado não superavalia o resultado apurado, uma vez que as obrigações foram registradas por competência e integralmente refletidas na demonstração. O que ele revela é de outra ordem: o caixa que sustentou a expansão não proveio da operação, e sim do diferimento de obrigações. O adquirente da unidade produtiva isolada não dispõe desse mecanismo, e a projeção do Capítulo 09 não o incorpora em nenhuma linha.

É esta a base factual da expressão “operação livre do arrasto da recuperação judicial” empregada no Capítulo 07. O adquirente perde uma fonte de recursos e ganha o acesso a crédito, a condições comerciais normais de fornecimento e a estrutura de preços não distorcida por transferência intragrupo.

Ciclo de estoque

Posição	Valor (R\$)	Dias de custo de produção de 2025
31 de dezembro de 2025	11.311.299	110,5
31 de maio de 2026	6.581.376	64,3

A posição de encerramento de 2025 reflete estoque de segurança ampliado, comportamento compatível com a restrição de fornecimento própria do período de recuperação judicial. A posição de maio de 2026 aproxima-se do ciclo adotado na projeção.

Duas leituras são compatíveis com a redução verificada, e ambas são registradas. A primeira é a normalização do ciclo. A segunda é o consumo de estoque sem reposição, decorrente de restrição de caixa. Para fins de projeção, o efeito é o mesmo: a posição transferida ao adquirente é a apurada em maio de 2026, e o ciclo projetado é o de operação normalizada, submetido a sensibilidade sobre o intervalo verificado.

6.7 A demonstração aritmética da inviabilidade

Os capítulos anteriores estabeleceram que a operação é viável. Este item apura a desproporção entre o resultado que ela produz e as obrigações que a oneram. A apuração alcança as duas sociedades operacionais, na forma delimitada no item 2.1.

Exercício de 2025	R\$
Exigível total apurado, DITÁLIA	266.917.236
Exigível total apurado, CZ	5.214.780

Exigível combinado	272.132.016
EBITDA total do grupo	14.088.556
Relação	19,3 vezes

O patamar tem leitura aritmética direta. Ainda que a totalidade do resultado operacional fosse destinada à amortização do passivo, sem qualquer reinvestimento, sem tributação e sem crescimento, a liquidação integral demandaria dezenove exercícios. A deliberação sobre a viabilidade da reorganização coube à assembleia geral de credores, que rejeitou o plano, e este laudo registra o resultado a que ela chegou.

A composição do exigível torna o quadro mais restritivo, e não menos.

Natureza	R\$	Participação
Obrigações trabalhistas e fiscais não liquidadas	111.166.627	40,9%
Credores quirografários habilitados	101.861.939	37,4%
Adiantamentos recebidos de clientes	41.799.473	15,4%
Dívida financeira onerosa	4.593.759	1,7%
Fornecedores, tributos correntes e demais	12.710.218	4,7%

A dívida financeira onerosa equivale a 0,33 vez o EBITDA do exercício, contra referências setoriais de 2,85 vezes na Base Global e 4,24 vezes na Base US. A operação estava menos alavancada que o setor em dívida bancária.

Uma ressalva acompanha a linha de adiantamentos de clientes. A série percorre R\$ 17.389.456 em 2021 e R\$ 4.969.457 em 2024, e salta para R\$ 41.799.473 em 2025, simultaneamente ao salto da conta de clientes: mais R\$ 30,5 milhões no ativo e mais R\$ 36,8 milhões no passivo, com o líquido praticamente estável. O saldo de encerramento equivale a 224 dias de receita bruta.

O exame das razões das duas contas identifica a origem do movimento simultâneo, e ela é intragrupo. Do acréscimo da conta de clientes da sociedade industrial, 98,2%, ou R\$ 29.939.997, têm por contraparte a sociedade de canal. Da redução dos adiantamentos, 82,0%, ou R\$ 30.201.924, têm a mesma contraparte. Sobre R\$ 67,3 milhões de movimentação bruta entre as duas sociedades, o saldo líquido é de R\$ 261.926. As duas rubricas inflam-se reciprocamente, e a unificação do perímetro as elimina.

Este laudo não afirma que a rubrica corresponda a posição comercial viva compatível com o volume de vendas do exercício. A ressalva não afeta o valor apurado, porque nem os adiantamentos nem a conta de clientes integram o perímetro, conforme item 2.4.

A receita do canal, essa sim, é liquidada e verificável. A conta de clientes da sociedade de canal reúne 133.584 notas fiscais eletrônicas, no total de R\$ 79,7 milhões, acrescidas de R\$ 33,4 milhões de vendas registradas por operador de plataforma, e é liquidada por repasses dos operadores, de R\$ 15,3 milhões e R\$ 9,0 milhões, e por transferência instantânea, de R\$ 21,2 milhões. A qualidade da receita sobre a qual a projeção se constrói não depende, portanto, das duas rubricas ressalvadas.

O endividamento não decorreu de captação. Decorreu de obrigação vencida e não paga. Passivo dessa natureza não se equaciona por reperfilamento, porque não há um conjunto identificável de credores financeiros com quem negociar prazo e taxa: há obrigação tributária sujeita a regime legal próprio, encargo trabalhista de natureza privilegiada e produção vendida e não entregue a milhares de consumidores.

Some-se que o patrimônio líquido da sociedade industrial é negativo em R\$ 84.115.494. Das sete sociedades reunidas pela consolidação substancial, cinco não titularizam ativos operacionais. O exigível da massa consolidada depende do quadro geral de credores, que não integra os elementos examinados, e este laudo não afirma a dimensão nem a direção que ele assume.

Conclusão do capítulo

A análise do desempenho realizado autoriza quatro conclusões, todas apuradas e nenhuma inferida.

1. **A operação é viável.** Resultado operacional recorrente de R\$ 13,3 milhões em 2025, com margem de 14,66%, obtido sob restrição de crédito e no curso de processo de recuperação judicial.
2. **Sua economia industrial é convergente com o setor.** Custo de produção de 69,88% e margem bruta de 30,12% sobre receita fabril equivalente, contra 69,72% e 30,28% da referência norte-americana.
3. **Seus direcionadores são medidos, e não arbitrados.** Custo de produção estável em 41,38% sob variação de 45% na escala; custo agregado de canal contido em faixa de 1,5 ponto percentual em quatro exercícios.
4. **O que a onera é o passivo.** Exigível de 19,3 vezes o resultado nas duas sociedades operacionais, composto em 78% por tributos, encargos trabalhistas e créditos habilitados, com dívida bancária inferior à do setor. O plano de recuperação foi rejeitado em assembleia geral de credores e a falência sobreveio por convolação, e é a alienação da unidade produtiva isolada, que separa a operação da estrutura de obrigações, o instrumento que preserva valor.

CAPÍTULO 07. PREMISSAS DE PROJEÇÃO

Este capítulo enuncia cada premissa adotada na projeção, seu fundamento, sua origem e seu efeito sobre o resultado. **O item 7.10 é o domicílio da classificação das premissas**, e os Capítulos 03 e 15 a ele remetem.

As premissas dividem-se em cinco categorias, identificadas em cada quadro:

Categoria	Significado
Medida	Apurada diretamente nos registros contábeis do perímetro
Derivada	Obtida por cálculo sobre parâmetro medido ou sobre referência externa identificada
Externa	Insumo de fonte pública identificada, não escolhido pelo subscritor
Definida	Decorrente de norma legal ou de decisão de escopo declarada
Arbitrada	Fixada por juízo técnico do subscritor sobre base documental, com sensibilidade obrigatória

Nenhuma premissa foi adotada sem que sua categoria esteja declarada.

7.1 Estrutura e convenções da projeção

Premissa	Valor	Categoria	Fundamento
Data-base	31 de julho de 2026	Definida	Data da avaliação, conforme Capítulo 04
Primeiro período projetado	Cinco meses, de agosto a dezembro de 2026	Derivada	Período remanescente do exercício a partir da data-base
Horizonte explícito	10 períodos, o primeiro parcial	Arbitrada	Extensão suficiente para a transição de retomada, a estabilização da margem e a convergência do crescimento ao limite de longo prazo
Período de transição	24 meses	Arbitrada	Cobre os dois primeiros anos projetados, nos quais se reconhecem os efeitos da recomposição operacional
Exercício-base da série de análise	2022 a 2025	Definida	O exercício de 2021 foi excluído pelas razões expostas no item 5.4
Moeda e regime	Real, termos nominais	Definida	Indexação pela inflação de longo prazo
Inflação de longo prazo	3,25% ao ano	Externa	Mediana das projeções de especialistas de longo prazo, apuradas na data-base

O tratamento do período parcial

O primeiro período projetado compreende cinco doze avos do exercício. A regra de reconhecimento distingue duas naturezas de fluxo.

Natureza	Tratamento	Fundamento
Fluxos correntes de operação	Reconhecidos proporcionalmente, à razão de 5/12	Receitas, custos e despesas acumulam-se ao longo do período
Constituição do capital de giro	Reconhecida integralmente	Evento patrimonial que ocorre por inteiro dentro do período, e não fluxo distribuído. O nível de giro ao encerramento do período é função do patamar de receita na data, e não do volume acumulado
Programas plurianuais	Contados a partir da data-base	O programa de recuperação do parque corre de 31 de julho de 2026 a 31 de julho de 2031, atravessando seis exercícios civis, com o primeiro e o último parciais

O rateio proporcional da receita é critério conservador. O período remanescente concentra a alta temporada do varejo eletrônico de bens duráveis, de modo que o reconhecimento de cinco doze avos tende a subestimar o resultado do período.

7.2 Receita

Premissa	Valor	Categoria	Fundamento e efeito
Base de receita	R\$ 90.337.215 de receita líquida operacional, acrescida de R\$ 409.380 de resíduos industriais	Medida	Exercício de 2025, conforme item 6.1
Índice do Ano 1	0,85 sobre a base	Arbitrada	Reconhece a descontinuidade operacional associada à decretação e ao período de transição de titularidade
Índice do Ano 2	1,05 sobre a base	Arbitrada	Retomada do patamar verificado, acrescida de recomposição parcial
Índice do Ano 3	1,20 sobre a base	Arbitrada	Consolidação da operação sob condições normais de fornecimento e de crédito
Crescimento nominal a partir do Ano 4	10,0%, convergindo linearmente até o limite de longo prazo no Ano 10	Arbitrada	Convergência progressiva, sem degrau
Receita com resíduos industriais	0,45% da receita operacional	Medida	Subproduto do processo fabril, cujo volume acompanha o volume de produção

Fundamento dos índices de normalização

Os índices de receita dos três primeiros anos são a premissa de maior alcance da projeção e exigem fundamentação expressa.

A justificativa não é gestão superior do adquirente. Valor decorrente da habilidade do comprador é contribuição dele, e não atributo do ativo alienado. Cada licitante traz sua própria capacidade de execução, e a competição no procedimento determina quanto disso é compartilhado com a massa. Incorporar esse ganho à avaliação transferiria ao vendedor valor que não lhe pertence.

A justificativa é a extinção das restrições que a condição falimentar impõe à operação. Três delas são apuradas neste laudo e nenhuma decorre de hipótese:

Restrição extinta pela alienação	Evidência apurada	Item
Financiamento por diferimento de obrigações tributárias e trabalhistas	Acréscimo de R\$ 12.999.184 em 2025, equivalente a 97,7% do resultado operacional recorrente do exercício	6.6
Preço de transferência intragrupo	Margem bruta de 42,3% praticada entre sociedades sob controle comum, extinta pela consolidação e pela unificação do perímetro	6.2
Restrição de crédito e de condições comerciais de fornecimento	Dívida financeira onerosa de 0,33 vez o resultado, contra 2,85 vezes da referência setorial, com estoque de segurança ampliado a 110,5 dias	6.7 e 6.6

O contrafactual disponível é favorável e verificado. A receita combinada multiplicou-se por 4,20 vezes entre 2021 e 2025, integralmente no curso da recuperação judicial. O gargalo histórico da operação foi capital, e não capacidade de execução comercial. A projeção adotada é conservadora frente a esse histórico: parte de patamar inferior ao verificado em 2025 e somente o supera no segundo ano.

Série projetada resultante

(R\$ mil)	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 5	Ano 10	Perpetuidade
Receita oper. total	77.135	95.284	108.896	130.796	181.404	190.747
Crescimento nominal				9,19%	5,15%	5,15%

O Ano 10 situa-se em R\$ 181,4 milhões, o que representa 2,00 vezes a receita de 2025 em termos nominais. Descontada a inflação de longo prazo, o crescimento real acumulado ao longo do horizonte é de 47,9%. A série é a mesma do item 9.2, reextraída da aba de projeção do modelo.

Verificação contra a capacidade instalada

Item	Valor
Ociosidade adotada para o parque fabril	40%
Teto de receita real, a preços de 2025	R\$ 150.562.025
Receita do Ano 10, deflacionada por nove anos e cinco meses	R\$ 133.624.383
Utilização da capacidade no Ano 10	88,75%
Ociosidade mínima requerida pela projeção	32,39%

A projeção permanece dentro do teto de capacidade em todo o horizonte explícito, o que dispensa investimento em expansão e sustenta a decisão exposta no item 7.7.

A ociosidade de quarenta por cento é arbitramento, e não medição. O laudo patrimonial registra operação em turno único, o que constitui evidência de capacidade não utilizada, mas não sua quantificação. Este laudo não afirma que o turno único demonstre ociosidade de quarenta por cento, nem qualifica a premissa como conservadora.

A grandeza que a projeção efetivamente exige é outra e é apurável: a ociosidade mínima requerida é de 32,39%. Acima desse patamar, a magnitude da folga não afeta o valor, porque a receita projetada cabe no teto em qualquer hipótese. O tratamento é por limiar, e não por sensibilidade contínua, na forma do item 12.3.

7.3 Custos de produção

Premissa	Valor	Categoria	Fundamento e efeito
Custo de produção em regime	41,3706% da receita operacional	Medida	Média dos exercícios de 2024 e 2025, ambos em 41,38%, apurados sobre receitas de R\$ 62,5 milhões e R\$ 90,3 milhões
Sobrecusto do Ano 1	2,0 pontos percentuais adicionais	Arbitrada	Perda de prazo e de poder de compra na recomposição da cadeia de fornecimento após a decretação
Sobrecusto do Ano 2	1,0 ponto percentual	Arbitrada	Metade do efeito do Ano 1, extinguindo-se no Ano 3

O custo de produção é o direcionador mais bem ancorado do modelo. A coincidência em quarta casa decimal entre dois exercícios cuja escala variou 45% não é resultado de arbitramento: é medição. Os exercícios de 2022 e 2023 foram excluídos da média por refletirem subabsorção industrial durante a transição de canal, com custos superiores à própria receita fabril equivalente.

A composição da rubrica compreende o custo dos produtos vendidos e a totalidade dos centros de custo de produção, incluindo folha de chão de fábrica, energia, manutenção de

máquinas, ferramental, equipamentos de proteção, material de uso e consumo e as funções de apoio industrial. A depreciação é excluída e tratada em linha própria.

7.4 Despesas de canal

Premissa	Valor	Categoria	Fundamento e efeito
Fator de conversão para receita bruta do canal	1,2805	Medida	Relação entre a receita bruta do canal direto e a receita líquida operacional em 2025
Despesas variáveis do canal	27,48% da receita bruta do canal	Medida	Agregado de fretes, comissões de plataforma e publicidade, apurado em 2025
Despesas fixas recorrentes do canal	3,79% da receita operacional	Medida	Honorários, sistemas e despesas administrativas e tributárias da estrutura de canal, líquidas de itens não recorrentes

A projeção do agregado, e não das três linhas em separado, é decisão fundamentada na estabilidade verificada no item 6.5: variação máxima de 1,5 ponto percentual em quatro exercícios, contra oscilações individuais que percorrem intervalo de 0,17% a 2,55% na publicidade e de 9,19% a 13,73% na comissão efetiva de plataforma. Projetar os componentes isoladamente exigiria normalizar a publicidade, arbitramento que a série não sustenta.

Adotou-se o percentual de 2025, e não a média do período. A média dos quatro exercícios é de 28,43%, superior ao percentual adotado, de modo que a escolha eleva a margem projetada e, por consequência, o valor apurado. A adoção da média integra as sensibilidades do Capítulo 12, onde o efeito se mede.

O fator de conversão mantido constante equivale a supor estabilizado o mix de canal verificado em 2025, exercício em que a venda direta responde por 93,4% da receita. A série percorre 0,95 em 2022 a 1,28 em 2025, acompanhando a migração de canal, e a estabilização adotada supõe concluída essa migração.

A provisão de perdas com créditos

A série registra ausência de lançamento nos exercícios de 2021 a 2024 e R\$ 1.306.845 em 2025, equivalentes a 31,6% do saldo de clientes da sociedade de canal, que por sua vez corresponde a 13,1 dias de receita bruta.

A série demonstra a excepcionalidade do lançamento de 2025, e nada além disso. Ausência de registro em quatro exercícios não demonstra que a operação futura deixará de incorrer em perda de crédito, e projetar recorrência nula sobre essa base promoveria indício a fato.

Adota-se, por isso, normalização declarada em 0,50% da receita bruta do canal, aplicada a todo o horizonte. O lançamento de 2025 foi revertido na ponte do item 6.3, por incidir sobre conta que não integra o perímetro, e a rubrica reingressa na projeção sob o parâmetro normalizado.

Classificação: arbitrada. O percentual não é medido nos registros do perímetro, e sua sensibilidade integra o Capítulo 12.

7.5 Estrutura própria

Premissa	Valor	Categoria	Fundamento e efeito
Estrutura administrativa, componente fixo	R\$ 1.248.532	Derivada	Intercepto de regressão sobre os exercícios de 2022 a 2025, coeficiente de determinação de 0,98
Estrutura administrativa, componente variável	2,10% da receita operacional	Derivada	Coeficiente angular da mesma regressão
Indexação do componente fixo	3,25% ao ano	Externa	Inflação de longo prazo
Crescimento real do componente fixo	1,00% ao ano	Arbitrada	Natureza semifixa da rubrica
Redução do componente fixo no Ano 1	10%	Arbitrada	Parcela ajustável da estrutura durante o período de retomada
Redução do componente fixo no Ano 2	5%	Arbitrada	Metade do efeito do Ano 1, extinguindo-se no Ano 3
Estrutura comercial	1,91% da receita operacional	Medida	Exercício de 2025

O crescimento real do componente fixo

A adoção de crescimento real positivo sobre a parcela fixa merece fundamentação expressa, por constituir escolha que reduz o resultado projetado.

Despesa administrativa de unidade industrial não é fixa em sentido estrito. Absorve degraus descontínuos associados à ampliação da operação, tais como acréscimo de nível de supervisão, ampliação de sistemas de gestão, estruturas de qualidade e de conformidade, e reforço de funções de apoio. Tais degraus não são capturados por ajuste linear construído sobre quatro observações, e a projeção seria tecnicamente frágil se supusesse estrutura permanentemente congelada em termos reais ao longo de horizonte em que a receita mais que dobra.

O parâmetro adotado é conservador em relação ao comportamento verificado. Sob a premissa adotada, a elasticidade da despesa administrativa à receita situa-se em 0,85 ao longo do período de projeção explícita, de modo que a cada dez por cento de crescimento de receita correspondem oito vírgula cinco por cento de crescimento da despesa administrativa.

A projeção adota, ainda, o percentual de estrutura comercial verificado em 2025, superior ao dos exercícios anteriores. Os exercícios de 2022 a 2024 registram percentuais inferiores por razão de classificação, uma vez que a folha de pessoal comercial somente foi alocada ao respectivo centro de custo a partir de 2025. Adotar a série anterior subestimaria a estrutura.

A remuneração da administração

A projeção inclui remuneração da administração em **0,75% da receita operacional**, rubrica que a base histórica não contém.

O fundamento é apurado. O pró-labore registrado no exercício de 2025 foi de **R\$ 5.208**, contra folha de pessoal de **R\$ 6.537.270**. A administração não foi remunerada no curso da recuperação judicial, e o resultado recorrente apurado no item 6.3 incorpora essa ausência. O adquirente terá de remunerar a administração da unidade, e projetar o resultado sem essa rubrica atribuiria ao ativo alienado uma economia que a titularidade anterior suportou de outro modo.

A âncora do percentual é o confronto do item 6.4: as despesas de estrutura da operação situam-se em 16,36% da receita fabril equivalente contra 16,91% da referência global, de modo que o acréscimo aproxima a estrutura projetada do padrão setorial sem superá-lo.

Classificação: arbitrada. O percentual não é medido nos registros do perímetro, e a sensibilidade no intervalo de zero a 1,50% integra o Capítulo 12.

Efeito conjunto sobre a margem

	Ano 1	Ano 3	Ano 10	Perpetuidade
Sobrecusto de recomposição	2,00 p.p.	zero	zero	zero
Margem EBITDA projetada	11,13%	13,34%	13,59%	13,60%

A margem projetada percorre duas fases distintas. Do Ano 1 ao Ano 3 eleva-se de 11,13% para 13,34%, e a totalidade dessa elevação de 2,21 pontos percentuais corresponde à extinção do sobrecusto de recomposição da cadeia de fornecimento, que é efeito transitório e não ganho estrutural. Do Ano 3 à perpetuidade eleva-se mais 0,26 ponto percentual, e essa parcela corresponde à diluição da despesa administrativa.

Nenhuma outra linha contribui: custo de produção, despesas de canal e estrutura comercial são projetados como percentuais constantes da receita. Não há, na projeção, ganho de eficiência industrial, redução de custo de insumo ou melhoria de condição comercial.

O nível da margem, e não sua trajetória, encontra fundamento no teste de comparabilidade setorial do item 6.4, que situa a economia industrial da operação em convergência com a referência norte-americana do setor.

7.6 Capital de giro

Componente	Prazo	Efeito sobre a receita	Categoria
Recebíveis de plataforma	15 dias	4,11%	Arbitrada
Estoques	60 dias de custo de produção	6,80%	Arbitrada
Fornecedores	117,7 dias de compras	(13,34%)	Derivada
Necessidade de capital de giro		(2,43%)	

A necessidade de capital de giro resultante é negativa, o que significa que a operação em regime libera caixa à medida que cresce. O resultado decorre da natureza do modelo: venda ao consumidor final com recebimento em quinze dias, contra prazo de pagamento a fornecedores superior a três meses.

Fundamento de cada componente

Recebíveis de plataforma, 15 dias. Compreende o prazo médio de entrega ao consumidor e o período de liberação do crédito na faixa aplicável à classificação de vendedor da loja. O parâmetro encontra confirmação em medição independente: o saldo de clientes da sociedade de canal ao encerramento de 2025 equivale a 13 dias de receita bruta.

Estoques, 60 dias. A posição verificada em 31 de dezembro de 2025 corresponde a 110,5 dias, patamar compatível com a manutenção de estoque de segurança ampliado, resposta racional ao risco de descontinuidade de fornecimento sob restrição de crédito. A posição verificada em 31 de maio de 2026 corresponde a 64,3 dias. A alienação extingue a restrição, e o parâmetro adotado situa-se praticamente sobre a medição mais recente. Sensibilidade obrigatória no intervalo de 45 a 110 dias.

Fornecedores, 117,7 dias. Este parâmetro constitui **exceção deliberada e única** ao critério de montagem por componente sobre dados próprios, e a exceção é registrada expressamente.

Os saldos próprios de fornecedores não constituem medida utilizável. Apresentam sinal invertido a partir do exercício de 2023 e expressam inadimplência, isto é, obrigação vencida e

não liquidada, e não prazo comercialmente negociado. Prazo de inadimplência não é parâmetro projetável, porque não estará disponível ao adquirente sob nenhuma hipótese.

Adotou-se, por isso, a razão setorial de contas a pagar sobre custo dos produtos vendidos, apurada na Base Global de comparáveis e convertida em dias de compras. A conversão é necessária porque o indicador setorial é medido sobre a receita do setor, cuja relação entre custo e receita difere da verificada no perímetro.

Registra-se a direção do efeito. O parâmetro adotado é o que produz o maior dos dois valores: a referência da Base US, de 72,5 dias, reduziria o resultado em 9,1%, na forma do bloco F.2 do item 12.3. A escolha não foi feita por esse efeito, e três elementos o demonstram.

1. O primeiro é que **a alternativa não é uma medição própria do perímetro**, e sim a outra referência setorial. Não há, em nenhum dos dois sentidos, dado do próprio perímetro disponível: a escolha se dá entre duas referências externas, e não entre uma medição e uma referência.
2. O segundo é que **a Base Global é a adotada em todo o laudo**, e não apenas neste parâmetro. Dela decorrem o beta, a estrutura de capital-alvo, a alíquota efetiva de origem, as âncoras do valor terminal e a intensidade de reinvestimento. Adotar aqui a referência norte-americana romperia a coerência do conjunto para obter, isoladamente, resultado inferior.
3. O terceiro é que **o efeito está medido e publicado**, e não declarado por estimativa. Quem entenda adequada a referência norte-americana encontra no bloco F.2 o valor apurado com ela, de R\$ 75.727.508.

Registre-se, para evitar leitura equivocada: **o cenário paralelo da Base US não altera este parâmetro**. Aquele cenário altera exclusivamente o custo de capital, e emprega os mesmos 117,7 dias. O prazo de 72,5 dias comparece apenas como bloco isolado da matriz.

Constituição inicial

As contas de clientes, adiantamentos, fornecedores, contas a pagar e obrigações trabalhistas não integram o perímetro alienado, conforme item 2.4. O capital de giro é integralmente constituído pelo adquirente a partir da aquisição.

Os estoques, ao contrário, integram o perímetro. **A posição transferida foi retirada do fluxo e passou a compor o valor como componente aditivo**, na forma do item 11.1, em lugar de reduzir o aporte inicial dentro da projeção. A decomposição, a regra de elegibilidade e a

cláusula de ajuste constam daquele item. O ciclo de sessenta dias permanece como parâmetro da necessidade de capital de giro da operação em regime, que é grandeza distinta da posição transferida.

7.7 Investimento e depreciação

Premissa	Valor	Categoria	Fundamento e efeito
Investimento de manutenção, período explícito	R\$ 5.654.689 por ano, indexado	Derivada	Cronograma de reposição apurado item a item sobre os 1.908 bens avaliados, média dos dez primeiros anos
Investimento de manutenção, regime perpétuo	3,72% da receita	Derivada	Custo de reposição dos bens em operação dividido pela vida útil técnica média de 22,5 anos
Programa de recuperação	R\$ 1.202.536 por ano, por cinco anos	Arbitrada	Cinquenta por cento do custo apurado de recuperação dos bens em operação com vida remanescente esgotada, diluído em cinco anos
Investimento de expansão	Não projetado	Definida	A reposição de equipamento ao fim da vida útil por equipamento novo já entrega capacidade adicional. Manter as duas linhas configuraria dupla contagem
Base de depreciação	Valores do laudo patrimonial, exclusivamente bens em operação	Derivada	Apuração por classe, com vida fiscal própria. Detalhamento no Capítulo 10
Relação entre depreciação e investimento no regime perpétuo	0,5934	Não integra o cálculo	Grandeza empregada como teste de coerência do valor terminal, no item 9.6. A construção do fluxo terminal consta do item 3.5 e não a utiliza

O investimento de manutenção do período explícito supera o de regime porque incorpora a recomposição de parque cuja vida útil está consumida em 75,5%. Trata-se de fenômeno de duração determinada, e não de patamar permanente: os dez primeiros anos concentram 93,8% das reposições identificadas no cronograma.

O programa de recuperação corresponde à parcela do parque em operação cuja vida útil remanescente encontra-se esgotada. A adoção de cinquenta por cento do custo apurado reconhece que reforma e aquisição no mercado de equipamentos usados constituem alternativas de menor custo à substituição integral. A diluição em cinco anos reconhece que a substituição não é simultânea.

7.8 Tributação

Premissa	Valor	Categoria	Fundamento
Alíquota de imposto de renda e contribuição social	34%	Definida	Regime de lucro real, alíquotas vigentes na data-base
Aproveitamento de prejuízo fiscal acumulado	Não reconhecido	Definida	Prejuízo fiscal é atributo da pessoa jurídica e não se transfere na alienação da unidade produtiva isolada
Reconhecimento de crédito fiscal em exercício de resultado negativo	Não reconhecido	Definida	Tratamento conservador
Tributos sobre vendas	Incorporados à receita líquida	Medida	Carga efetiva apurada nos registros contábeis
Deslocamento da carga tributária sobre o consumo	Zero	Arbitrada	Parcela da carga que a operação deixa de repassar ao preço. Adotado em zero, com sensibilidade de um ponto percentual da receita bruta do canal em cada sentido, no bloco D.3 do item 12.3

O parâmetro de deslocamento da carga tributária

A reforma da tributação sobre o consumo percorre, dentro do horizonte projetado, a transição que a Emenda Constitucional 132 e a legislação complementar disciplinam. A projeção não constrói cenário próprio de alíquota: adota a relação entre receita bruta e receita líquida verificada em 2024 e 2025 e submete a teste o desvio em relação a ela.

O parâmetro é único e mede uma grandeza só, a parcela da carga que a operação deixa de repassar ao preço, expressa em fração da receita bruta do canal. Adotá-lo em zero equivale a supor que a operação preserve, no novo regime, o poder de repasse que hoje exerce.

Duas razões apuradas sustentam essa adoção. A primeira é que a operação já apura e recolhe ao ente de destino, R\$ 6.650.257 no exercício de 2025, ou 5,75% da receita bruta do canal e 23,3% dos tributos sobre vendas: a mudança estrutural que a reforma promove já está, para ela, suportada. A segunda é que a não cumulatividade plena do novo regime alcança dispêndios hoje não creditáveis, de modo que o efeito sobre a carga líquida não tem sinal predeterminado.

O efeito do parâmetro sobre o resultado é integral, e não proporcional. Deslocamento de carga não escala o custo de produção nem a despesa de canal: desloca a margem. Cada ponto percentual da receita bruta do canal move o valor apurado em 12,4629%, e é essa a origem da amplitude do bloco D.3, exposta no item 12.3.

Classificação: arbitrada. O parâmetro não é medido nos registros do perímetro, e sua sensibilidade integra o Capítulo 12.

7.9 O crescimento perpétuo e os parâmetros do valor terminal

O crescimento perpétuo da atividade operacional não é premissa adotada. Decorre da restrição de coerência enunciada no item 3.5, cuja identidade prende o crescimento ao retorno obtido sobre o capital aplicado. Este item declara os valores; a origem e a conversão das âncoras constam do Capítulo 08, o cálculo consta do item 9.6 e a classificação, do quadro 7.10.

Grandeza	Valor	Fundamento
Crescimento fundamental do setor, em dólares	4,1255%	Âncora externa, base setorial identificada no Capítulo 08
Retorno marginal sobre o capital, em reais	15,7474%	Retorno setorial ajustado por arrendamento, convertido pelo diferencial de inflação
Crescimento perpétuo, atividade operacional	5,1500%	Âncora setorial convertida pelo diferencial de inflação
Taxa de reinvestimento	32,7038%	Razão entre o crescimento e o retorno marginal. Célula calculada, e nunca entrada
Teto macroeconômico	5,5731%	Composição do crescimento real de longo prazo do produto interno bruto com a inflação. Empregado apenas como teste de admissibilidade
Crescimento perpétuo, atividade de locação	3,25%	Renda contratual indexada, sem crescimento real na ausência de expansão de área locável

Três consequências decorrem desta construção.

1. **O crescimento adotado situa-se abaixo do teto, e a trajetória converge a ele, e não ao limite macroeconômico.** Em termos reais, 5,1500% nominais correspondem a aproximadamente 1,84% ao ano, patamar inferior ao crescimento real de longo prazo da economia brasileira.
2. **A taxa de reinvestimento não recebe sensibilidade própria.** Submetem-se a teste o crescimento e o retorno marginal, na forma do item 12.3, e o reinvestimento acompanha por identidade. Sensibilizá-lo em separado romperia a coerência que a identidade impõe.
3. **A adoção do teto foi examinada e não é o parâmetro do modelo.** Ele comparece no Capítulo 09 como verificação de que o crescimento derivado não excede o limite que a economia comporta.

7.10 Quadro consolidado e classificação das premissas

Este quadro é o domicílio da classificação das premissas deste laudo.

Premissa	Valor	Categoria	Sensibilidade
Trajetória de receita, índices dos Anos 1 a 3 e convergência a partir do Ano 4	0,85 · 1,05 · 1,20, com crescimento nominal convergente	Arbitrada	Sim
Custo de produção	41,37%	Medida	
Sobrecusto do Ano 1	2,0 p.p.	Arbitrada	Sim
Despesas variáveis do canal	27,48%	Medida	Sim, média de 28,43%
Despesas fixas do canal	3,79%	Medida	
Provisão de perdas com créditos	0,50% da receita bruta do canal	Arbitrada	Sim
Estrutura administrativa	R\$ 1.248.532 mais 2,10%	Derivada	
Crescimento real do fixo administrativo	1,00% ao ano	Arbitrada	Sim
Estrutura comercial	1,91%	Medida	
Remuneração da administração	0,75% da receita operacional	Arbitrada	Sim, zero a 1,50%
Recebíveis	15 dias	Arbitrada	Sim, 10 a 30 dias
Estoques	60 dias	Arbitrada	Sim, 45 a 110 dias
Fornecedores	117,7 dias	Derivada	Sim, 72,5 dias
Investimento de manutenção	R\$ 5.654.689 ao ano	Derivada	
Programa de recuperação	50% em cinco anos	Arbitrada	Sim, 25% a 100%
Ociosidade do parque	40%	Arbitrada	Tratada por limiar, em 32,39%, item 12.3
Alíquota tributária	34%	Definida	
Deslocamento da carga tributária	Zero	Arbitrada	Sim, um ponto percentual da receita bruta do canal em cada sentido
Crescimento perpétuo	5,1500%	Derivada	Sim, por crescimento e retorno marginal

São dezenove premissas: dez arbitradas, quatro medidas, quatro derivadas e uma definida. Das dez arbitradas, nove integram a matriz de sensibilidades do Capítulo 12 e a décima, a ociosidade do parque, é tratada por limiar pelas razões expostas no item 7.2. Nenhuma premissa arbitrada deste laudo deixa de ser medida ou tratada.

As premissas da categoria externa não figuram neste quadro por não constituírem escolha do subscritor. São insumos de fonte pública identificada, e o Capítulo 08 as expõe uma a uma, com a localização de cada uma registrada no Apêndice A.

CAPÍTULO 08. PARÂMETROS EXTERNOS E CUSTO DE CAPITAL

Este capítulo apura a taxa de desconto aplicável a cada uma das duas atividades. Diferentemente das premissas do Capítulo 07, que derivam do desempenho do próprio perímetro, os parâmetros aqui empregados são externos e verificáveis por terceiros nas fontes indicadas.

Toda a cadeia é apresentada com fórmula explícita, de modo que qualquer elemento possa ser substituído e o efeito, medido.

8.1 Insumos externos

Parâmetro	Valor	Origem	Critério de apuração
Taxa livre de risco, título do Tesouro norte-americano de 10 anos	4,5557%	Série pública de mercado	Média das cotações de fechamento dos 30 pregões encerrados na data-base, de 18 de junho a 31 de julho de 2026
Prêmio de risco de mercado maduro	4,20%	Base de prêmios de risco por país, edição de julho de 2026	Prêmio implícito de mercado maduro
Prêmio de risco-país do Brasil	3,0984%	Mesma base	Apurado por classificação de risco soberano
Inflação de longo prazo, Brasil	3,25%	Relatório de expectativas de mercado, data-base	Ponto de convergência da mediana de especialistas de longo prazo
Inflação de longo prazo, Estados Unidos	2,244%	Série pública de expectativa implícita de inflação de 10 anos	Média das 30 últimas observações
Custo da dívida em reais, antes de tributos	21,58%	Série oficial de taxas de operações de crédito	Capital de giro com prazo superior a 365 dias, pessoa jurídica, recursos livres, competência de junho de 2026
Crescimento real de longo prazo do produto interno bruto	2,25%	Relatório de expectativas de mercado, data-base	Ponto de convergência da mediana de especialistas de longo prazo
Alíquota tributária de destino	34%	Legislação vigente	Imposto de renda e contribuição social

Critério de apuração da taxa livre de risco

A taxa livre de risco foi apurada pela média das cotações de fechamento dos trinta pregões encerrados na data-base, e não pela cotação de um único dia.

O critério é adotado em avaliação econômica para evitar que o resultado dependa do ruído de um pregão isolado, que reflete condições de negociação do dia e não a estrutura de custo de

capital que a avaliação pretende medir. A escolha foi definida antes de conhecido o resultado e aplicada uniformemente aos demais parâmetros de mercado.

Registra-se, para transparência, que a cotação de fechamento do dia 31 de julho de 2026 foi de 4,75%, valor máximo da janela apurada. O critério adotado produz, portanto, custo de capital inferior ao que resultaria da cotação isolada. O efeito dessa escolha integra as sensibilidades obrigatórias do Capítulo 12, com os três critérios apurados lado a lado.

Critério	Taxa	Custo médio ponderado de capital resultante
Cotação de fechamento em 31 de julho de 2026	4,75%	13,95%
Média de 30 pregões, adotada	4,5557%	13,79%
Média de 60 pregões	4,5247%	13,76%

A dispersão entre os três critérios é de dezenove pontos-base, o que demonstra que a escolha não é determinante do resultado.

Regra de vedação temporal

Nenhum parâmetro de mercado incorpora observação posterior a 31 de julho de 2026. As séries utilizadas foram truncadas na data-base, ainda que os arquivos de origem contenham observações mais recentes. A data de extração dos arquivos é irrelevante; o que importa é a data das observações empregadas.

8.2 Conjuntos de comparáveis

O beta e a estrutura de capital-alvo foram apurados sobre conjuntos de empresas comparáveis. Duas bases foram utilizadas em paralelo.

Atividade	Conjunto	Base Global	Base US
Operacional	Móveis e artigos para o lar	383 empresas	27 empresas
Locação	Sociedades de renda imobiliária	643 empresas	Amostra restrita

A Base Global foi adotada como referência principal, e a norte-americana como sensibilidade obrigatória. O fundamento da escolha tem duas partes, e a segunda é a que a sustenta.

1. A primeira é a **amplitude amostral**: 383 empresas contra 27 na atividade operacional. Amostra de 27 empresas comporta que um punhado de casos particulares desloque a mediana.

2. A segunda é **de perfil, e é econômica**. A operação avaliada exerce simultaneamente função industrial e função de varejo, com 90,9% da receita em venda direta ao consumidor final. Essa dupla natureza a afasta do fabricante puro que predomina em amostra restrita a um único mercado maduro. Agregado amplo, que reúne empresas de estruturas de canal heterogêneas em jurisdições diversas, compreende com maior probabilidade perfis próximos ao do perímetro avaliado. As duas razões somam-se, e a segunda subsistiria ainda que as amostras tivessem tamanho equivalente.

Essa é a decisão isolada de maior impacto deste laudo. Os betas desalavancados divergem em 44% entre as duas bases, e o resultado final varia em proporção correspondente. Por essa razão, as duas bases são apresentadas lado a lado em todos os quadros de resultado, e nenhuma escolha entre elas é feita em silêncio.

Decisões de composição da taxa

Decisão	Adotado	Rejeitado	Fundamento
Prêmio de risco de mercado	Prêmio implícito	Prêmio histórico de longo prazo	Combinar prêmio de risco-país implícito com prêmio de mercado histórico é inconsistência interna. O prêmio histórico de 5,48% integra as sensibilidades
Prêmio de risco-país	Apurado por classificação de risco soberano, 3,0984%	Apurado por prêmio de contrato de proteção de crédito, 3,2334%	A apuração por classificação suaviza a volatilidade do instrumento de mercado. A alternativa integra as sensibilidades
Beta total	Não adotado	Beta ajustado por diversificação do proprietário	Pressupõe adquirente não diversificado. O interessado em unidade produtiva isolada desta dimensão é comprador estratégico ou investidor institucional, ambos diversificados
Risco de execução sob nova titularidade	Condicionante declarada do resultado, item 3.6	Prêmio adicional na taxa de desconto	Embutir o risco na taxa produziria dupla penalização e tornaria opaco cenário que deve ser examinável separadamente, conforme item 3.6

Prêmios examinados e não incorporados à taxa

O prêmio de tamanho não foi adotado por ausência de fonte no conjunto de dados examinado, e não por se entender inexistente o efeito que ele pretende capturar. Entre os elementos relacionados no item 4.3 não há série que permita apurá-lo para o perímetro avaliado, e adotá-lo exigiria arbitramento sobre parâmetro de efeito material sobre o resultado.

O efeito é medido, e não omitido. A sensibilidade no intervalo de zero a três pontos percentuais integra o Capítulo 12, e é a terceira premissa de maior amplitude deste laudo, com 20,6% de variação sobre o valor apurado. Quem entenda devido o prêmio dispõe ali da medida exata do que a decisão vale.

O beta total, que ajusta o risco à diversificação do proprietário, foi examinado e não adotado pelas razões consignadas no quadro acima.

A tensão entre o custo da dívida e o custo do capital próprio

O custo da dívida adotado, de 21,58% antes de tributos, produz custo líquido de 14,2428%, superior ao custo do capital próprio em reais, de 13,6749% na base adotada. A relação é anômala: capital de terceiros, que se remunera com prioridade e com garantia, deveria custar menos que capital próprio.

A anomalia é declarada e não é corrigida. A alternativa examinada foi substituir a série oficial de crédito por construção sintética a partir de índice de cobertura de juros e prêmio por risco de inadimplência. Ela produz custo da dívida de 8,50% em reais, taxa que nenhuma empresa brasileira efetivamente paga, de modo que a incoerência com a realidade do crédito no país é maior que a incoerência interna que se pretenderia sanar.

A escolha é, portanto, entre taxa observada em série oficial, que produz relação anômala com o custo do capital próprio, e taxa internamente coerente, que não corresponde a crédito existente. Adotou-se a primeira, por disciplina de fonte, com a anomalia registrada neste item.

O efeito é medido. A substituição pela construção sintética integra as sensibilidades do Capítulo 12 e é a segunda premissa de maior amplitude deste laudo, com 25,0% de variação sobre o valor apurado.

8.3 A cadeia de cálculo

D/E	= $D/(D+E) \div [1 - D/(D+E)]$
Beta realavancado	= Beta desalavancado $\times [1 + (1 - 34\%) \times D/E]$
Ke em dólares	= $R_f + \text{Beta realavancado} \times (\text{prêmio maduro} + \text{prêmio-país})$
Ke em reais	= $(1 + K_e \text{ USD}) \times (1 + \text{inflação BRL}) \div (1 + \text{inflação USD}) - 1$
Kd líquido de tributos	= $K_d \times (1 - 34\%)$
WACC	= $K_e \times E/(D+E) + K_d \text{ líquido} \times D/(D+E)$

Duas regras da cadeia merecem registro expresso, por constituírem erros frequentes e facilmente impugnáveis.

A desalavancagem emprega a alíquota de origem; a realavancagem, a de destino. O beta desalavancado é obtido a partir dos betas observados das comparáveis, sob a tributação efetiva a que elas se sujeitam. A realavancagem reconstitui o beta sob a estrutura de capital-alvo e sob a tributação do adquirente brasileiro. Utilizar a mesma alíquota nas duas pontas confundiria dois regimes tributários distintos.

A conversão de moeda emprega o diferencial de inflação, e nunca expectativa de câmbio. O custo de capital é apurado em dólares porque os parâmetros de risco são apurados nessa moeda, e convertido para reais pela relação entre as inflações de longo prazo das duas economias. Empregar projeção de taxa de câmbio importaria à taxa um risco que já está contemplado no prêmio de risco-país, produzindo dupla contagem.

8.4 Atividade operacional

Parâmetro	Base Global (adotada)	Base US (sensibilidade)
Beta desalavancado, corrigido por caixa	0,938384	0,652130
Estrutura de capital-alvo, D/(D+E)	20,4629%	29,7424%
Alíquota efetiva de origem	15,3914%	11,3825%
D/E implícito	0,2573	0,4233
Beta realavancado à alíquota brasileira	1,0977	0,8343
Ke em dólares	12,5673%	10,6450%
Ke em reais	13,6749%	11,7337%
Kd líquido de tributos	14,2428%	14,2428%
Custo médio ponderado de capital, em reais	13,7911%	12,4799%

O beta realavancado superior à unidade

O beta realavancado da Base Global situa-se em 1,0977, acima da unidade, e o registro antecipado desse fato é preferível à sua explicação posterior.

O resultado não indica que a atividade de fabricação de móveis seja mais volátil que o mercado em geral. O beta desalavancado, que mede o risco do negócio isoladamente considerado, é de 0,938384, inferior à unidade. A elevação acima de um decorre de dois efeitos de natureza estritamente aritmética: a realavancagem à estrutura de capital-alvo do setor, que introduz risco financeiro, e a aplicação da alíquota brasileira de 34%, superior à alíquota efetiva de origem de 15,3914%, o que amplia o efeito da alavancagem sobre o beta.

8.5 Atividade de locação

Parâmetro	Base Global (adotada)	Base US (sensibilidade)
-----------	--------------------------	----------------------------

Beta desalavancado, corrigido por caixa	0,361711	0,400542
Estrutura de capital-alvo, D/(D+E)	44,4674%	45,7886%
Alíquota efetiva de origem	3,9721%	1,5814%
D/E implícito	0,8007	0,8446
Beta realavancado à alíquota brasileira	0,5529	0,6238
Ke em dólares	8,5908%	9,1086%
Ke em reais	9,6592%	10,1822%
Custo médio ponderado de capital, em reais	11,6974%	12,0415%

O custo de capital da atividade de locação é inferior ao da atividade operacional em 2,09 pontos percentuais na base adotada. A diferença tem explicação econômica direta e verificável no beta desalavancado: 0,361711 contra 0,938384. Renda contratual sobre imóvel construído e estabilizado apresenta volatilidade substancialmente inferior à de operação industrial e de varejo sujeita a risco de demanda.

Descontar a renda de locação ao custo de capital da fábrica subavaliaria o ativo. É essa a fundamentação econômica da segregação adotada no item 3.4.

O custo da dívida foi mantido idêntico nas duas atividades, por disciplina de fonte. Crédito com garantia real imobiliária tende a ser mais barato que crédito de capital de giro, de modo que a manutenção do mesmo parâmetro produz custo de capital imobiliário superior ao que a segregação rigorosa produziria. O critério é conservador.

Advertência sobre o setor de renda imobiliária

O conjunto de comparáveis de renda imobiliária apresenta retorno sobre o capital inferior ao respectivo custo de capital, em margem de 2,10 pontos percentuais negativos. O dado é registrado expressamente e produz duas consequências.

A primeira é que ele não invalida a projeção da atividade de locação, que se apoia em renda contratual efetivamente faturada e não em expectativa de criação de valor.

A segunda é que ele desaconselha o emprego de múltiplos do setor imobiliário como argumento de valorização. O múltiplo de valor sobre resultado desse conjunto é de 19,70 vezes, e sua utilização como referência de valor seria inconsistente com o retorno negativo que o mesmo conjunto apresenta.

8.6 O crescimento perpétuo e as âncoras do valor terminal

O crescimento perpétuo da atividade operacional não é parâmetro adotado. Decorre da restrição de coerência enunciada no item 3.5, e este item é o domicílio da origem e da conversão das âncoras que a alimentam. Os Capítulos 03, 07 e 09 a ele remetem.

As âncoras externas

Âncora, em dólares	Valor	Origem
Crescimento fundamental do setor	4,1255%	Base setorial de crescimento fundamental, agregado global
Retorno sobre o capital do setor	12,6078%	Mesma base
Retorno ajustado por efeito de arrendamento	14,6196%	Base setorial de efeito de arrendamento, mesmo agregado
Taxa de reinvestimento setorial	32,7214%	Mesma base

A conversão à moeda da projeção

As âncoras são apuradas em dólares e a projeção é construída em reais. A conversão emprega o diferencial entre as inflações de longo prazo das duas economias, na forma do item 8.3, e nunca expectativa de câmbio.

$$\text{grandeza em reais} = (1 + \text{grandeza em dólares}) \times (1 + 3,25\%) \div (1 + 2,244\%) - 1$$

Grandeza	Em dólares	Em reais
Crescimento fundamental do setor	4,1255%	5,1500%
Retorno marginal sobre o capital	14,6196%	15,7474%

A taxa de reinvestimento resulta da razão entre as duas grandezas convertidas, em 32,7038%. Registre-se que ela reproduz, em segunda casa decimal, o reinvestimento setorial observado de 32,7214%. A coincidência não foi imposta: as duas grandezas foram convertidas separadamente e a razão entre elas foi calculada em seguida.

A conversão é premissa, e opera contra o valor

A conversão do retorno pelo diferencial de inflação é premissa declarada, e não identidade. Ela supõe que o retorno real apurado no setor se preserve na economia brasileira, hipótese que o conjunto de dados examinado não demonstra.

O efeito da conversão opera em desfavor do valor apurado. Em dólares, o retorno do setor supera o custo de capital setorial em 4,25 pontos percentuais, conforme item 8.7. Convertido,

o retorno marginal de 15,7474% supera o custo de capital do perímetro, de 13,7911%, em 1,96 ponto percentual. A conversão comprime o excesso de retorno a menos da metade.

A alternativa de empregar o retorno sem conversão integra as sensibilidades, e seu domicílio é o item 12.3, ao qual aqui se remete.

O teto macroeconômico

Componente	Valor
Crescimento real de longo prazo do produto interno bruto	2,25%
Inflação de longo prazo	3,25%
Teto do crescimento nominal perpétuo	5,5731%

$$\text{teto} = (1 + 2,25\%) \times (1 + 3,25\%) - 1 = 5,5731\%$$

Nenhuma empresa pode crescer perpetuamente em ritmo superior ao da economia em que opera, sob pena de, no limite do tempo, superá-la integralmente. O teto é restrição estrutural, e não parâmetro de escolha. O crescimento derivado de 5,1500% situa-se abaixo dele, e a verificação consta do Capítulo 09. Em termos reais, 5,1500% nominais correspondem a aproximadamente 1,84% ao ano.

A atividade de locação adota crescimento perpétuo de 3,25%, correspondente apenas à inflação de longo prazo. Renda contratual indexada não apresenta crescimento real na ausência de expansão de área locável, que não integra a projeção.

8.7 Confronto com o retorno setorial

Indicador	Base Global	Base US
Retorno sobre o capital, setor de móveis	12,61%	10,59%
Custo médio ponderado de capital setorial	8,36%	6,54%
Diferencial	+4,25 p.p.	+4,05 p.p.

O setor de móveis e artigos para o lar apresenta retorno sobre o capital superior ao respectivo custo de capital nas duas bases apuradas. O registro é relevante porque antecipa objeção previsível: a de que fabricação de móveis seria atividade destruidora de capital, cujo valor econômico não superaria o valor de reposição dos ativos.

Os dados setoriais não sustentam essa leitura, e a economia industrial do perímetro avaliado converge com a do setor, conforme demonstrado no item 6.4.

8.8 Quadro de síntese

	Atividade operacional	Atividade de locação
Custo de capital, Base Global (adotada)	13,7911%	11,6974%
Custo de capital, Base US	12,4799%	12,0415%
Crescimento perpétuo	5,1500%	3,25%
Diferencial entre taxa e crescimento	8,64 p.p.	8,45 p.p.

O diferencial entre a taxa de desconto e o crescimento perpétuo é o denominador da capitalização do valor terminal. Diferenciais superiores a oito pontos percentuais nas duas atividades afastam a fragilidade característica de modelos em que taxa e crescimento se aproximam, situação na qual o valor terminal se torna instável frente a variações marginais de parâmetro.

CAPÍTULO 09. PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Este capítulo apresenta a projeção construída a partir das premissas do Capítulo 07 e descontada às taxas apuradas no Capítulo 08. As duas atividades são projetadas em separado, conforme o item 3.4.

Os quadros apresentam o cenário da Base Global de comparáveis, adotado como referência. O cenário da Base US é apurado com a mesma estrutura e as mesmas premissas operacionais, diferindo apenas na taxa de desconto, e seus resultados constam dos Capítulos 11 e 12.

9.1 Convenções de projeção

Convenção	Definição
Horizonte explícito	Dez períodos projetados, o primeiro parcial, seguidos de perpetuidade
Ano 1	Cinco meses, de agosto a dezembro de 2026
Anos 2 a 10	Exercícios civis de 2027 a 2035
Perpetuidade	A partir de 2036
Convenção de desconto	Fim de período
Fator do Ano 1	$(1 + \text{taxa})^{(5/12)}$
Fatores subsequentes	Capitalizados sobre o fator do Ano 1
Indexação	Todos os valores em termos nominais, indexados pela inflação de longo prazo

A contagem é de períodos projetados, e não de anos completos: o horizonte explícito abrange nove anos e cinco meses contados da data-base.

O reconhecimento no período parcial

Componente do Ano 1	Reconhecimento	Fundamento
Receitas, custos e despesas	5/12	Fluxos que se acumulam ao longo do período
Depreciação, investimento e tributos	5/12	Idem
Constituição do capital de giro	Integral	Evento patrimonial que ocorre por inteiro dentro do período

A fórmula aplicada ao Ano 1 é, portanto:

$$\begin{aligned}\text{FCFF ajustado} &= (\text{FCFF} - \text{variação da NCG}) \times 5/12 + \text{variação da NCG} \\ &= (1.793.752 - 1.866.196) \times 5/12 + 1.866.196 \\ &= 1.836.011\end{aligned}$$

O nível de capital de giro ao encerramento do Ano 1 é calculado sobre a receita anualizada, e não sobre a dos cinco meses: o saldo é função do patamar de atividade na data de apuração, e não do volume acumulado.

O estoque transferido não integra este fluxo. A posição de R\$ 6.581.376 comparece como componente aditivo do valor, na forma do item 11.1, e a necessidade de capital de giro projetada é constituída integralmente pelo adquirente.

9.2 Projeção do resultado, atividade operacional

A demonstração de resultados projetada, linha a linha e período a período, consta do **Apêndice C**, item C.1 na Base Global e item C.2 na Base US. Reproduz-se aqui o que a leitura do capítulo exige.

(R\$ mil)	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 5	Ano 6	Ano 10	Perp.
Receita operacional total	77.135	95.284	108.896	130.796	141.761	181.404	190.747
Sobrecusto de recomposição	2,00 p.p.	1,00 p.p.	zero	zero	zero	zero	zero
(=) Lucro bruto	43.832	55.094	64.048	76.929	83.378	106.695	112.190
(=) EBITDA operacional	8.582	11.707	14.522	17.604	19.142	24.651	25.937
% de margem	11,13%	12,29%	13,34%	13,46%	13,50%	13,59%	13,60%

Duas linhas comparecem nesta projeção e não na base histórica, e ambas reduzem o resultado: a provisão de perdas com créditos, normalizada em 0,50% da receita bruta do canal, que produz R\$ 492 mil no Ano 1, e a remuneração da administração, arbitrada em 0,75% da receita operacional, que produz R\$ 576 mil. Os fundamentos constam dos itens 7.4 e 7.5. A margem da perpetuidade, de 13,60%, é por isso inferior à margem recorrente de 2025, de 14,66%.

Os valores do Ano 1 correspondem ao exercício integral, e o ajuste ao período de cinco meses é efetuado na linha de fluxo de caixa, conforme o item 9.4, de modo que a margem permanece comparável entre os períodos.

Uma terceira linha comparece na projeção e não produz efeito no cenário adotado. O deslocamento da carga tributária sobre o consumo é parâmetro declarado no item 7.8 e adotado em zero, e a linha que o recebe, situada imediatamente antes do resultado operacional antes de depreciação, exhibe valor nulo em todo o horizonte. Ela comparece para

que o teste do bloco D.3 do item 12.3 opere sobre linha do próprio fluxo, e não sobre reconstrução externa a ele.

Verificação contra a capacidade instalada

A receita líquida do Ano 10, de R\$ 180.585.876 nominais, deflacionada por nove anos e cinco meses, corresponde a R\$ 133.624.383 a preços de 2025, contra teto de capacidade de R\$ 150.562.025 apurado no item 7.2. A utilização é de 88,75%, e a projeção permanece dentro do teto em todo o horizonte.

9.3 Depreciação e resultado tributável

A depreciação por classe, período a período, consta do Apêndice C.

(R\$ mil)	Ano 1	Ano 5	Ano 6	Ano 10	Perp.
EBITDA operacional	8.582	17.604	19.142	24.651	25.937
(-) Depreciação total	(3.952)	(5.076)	(5.342)	(6.662)	(4.187)
(=) EBIT	4.630	12.527	13.801	17.990	21.751
(-) IRPJ/CSLL	(1.574)	(4.259)	(4.692)	(6.117)	(7.395)
(=) NOPAT (*)	3.056	8.268	9.108	11.873	14.356

(*) NOPAT equivale a Resultado Operacional líquido de tributos (IR/CS)

A base de depreciação é a do adquirente, apurada no Capítulo 10 sobre a avaliação patrimonial e restrita aos bens em operação. Cada classe deprecia pela vida fiscal que lhe é própria: informática e veículos esgotam no Ano 5; máquinas e móveis, no Ano 10. As edificações têm vida fiscal de vinte e cinco anos, e os quinze remanescentes são reconhecidos a valor presente em linha própria do item 9.5.

A depreciação da perpetuidade não repete o valor do Ano 10. É apurada sobre o investimento de reposição em regime, na forma do item 9.6, e alcança o fluxo terminal pela via da dedução fiscal.

9.4 Fluxo de caixa livre para a firma, horizonte explícito

A decomposição completa do fluxo consta do Apêndice C. O quadro abaixo exhibe o resultado e as linhas que o capítulo explica.

(R\$ mil)	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 5	Ano 6	Ano 10
NOPAT	3.056	4.942	6.617	8.268	9.108	11.873
(-) Investimento de manutenção	(5.838)	(6.028)	(6.224)	(6.635)	(6.851)	(7.786)
(-) Programa de recuperação	(1.242)	(1.282)	(1.324)	(1.411)	(850)	
(=) FCFF	1.794	2.290	3.895	5.564	7.015	10.964
(=) FCFF ajustado ao período	1.836	2.290	3.895	5.564	7.015	10.964

O fluxo da perpetuidade não figura neste quadro, por não decorrer desta decomposição. Sua construção consta do item 9.6.

Quatro linhas exigem explicação.

1. **O sobrecusto de recomposição incide sobre os dois primeiros exercícios**, com 2,00 pontos percentuais no Ano 1 e 1,00 ponto no Ano 2, extinguindo-se a partir do Ano 3. É por isso que a margem do Ano 1 situa-se em 11,13%, abaixo da estrutural, e o efeito é integralmente transitório.
2. **A variação do capital de giro é positiva em todos os períodos.** No Ano 1, os R\$ 1.866 mil correspondem à posição de giro-alvo ao encerramento, negativa em igual montante e constituída por inteiro dentro do período. Nos seguintes, a variação decorre da natureza negativa do giro em regime: quando a receita cresce, a posição negativa amplia-se e libera caixa.
3. **O programa de recuperação encerra-se no Ano 6.** Corre por cinco anos contados da data-base, e como o Ano 1 compreende cinco meses, o Ano 6 recebe os sete doze avos remanescentes da anuidade.
4. **O ajuste ao período parcial incide apenas sobre o Ano 1** e, nele, apenas sobre a parcela corrente do fluxo. A variação do capital de giro é reconhecida integralmente, conforme a regra do item 9.1.

9.5 Desconto e valor da atividade operacional

Os fatores de desconto e o valor presente de cada período constam do Apêndice C. O fator do Ano 10 é de 3,3756.

Componente do valor	R\$
Valor presente do período explícito	30.344.008
(+) Valor presente do valor terminal	33.119.629
(+) Valor presente do escudo fiscal das edificações, Anos 11 a 25	1.202.423
(=) Valor da atividade operacional	64.666.060

Valor terminal = $9.660.701 \div (13,7911\% - 5,1500\%) = 111.799.175$

Valor presente = $111.799.175 \div 3,3756 = 33.119.629$

O fluxo empregado decorre da identidade exposta no item 9.6.

O valor presente do valor terminal representa 51,22% do valor da atividade operacional. Modelos em que o valor terminal supera dois terços do total são vulneráveis à objeção de que o resultado repousa sobre a perpetuidade, e não sobre desempenho projetado com fundamento verificável.

O escudo fiscal das edificações dos Anos 11 a 25 é reconhecido em linha própria porque a vida fiscal de vinte e cinco anos excede o horizonte explícito. Omiti-lo subestimaria o valor, e incorporá-lo à perpetuidade o superestimaria, porque a depreciação das edificações cessa ao fim da vida fiscal e não se perpetua.

9.6 O fluxo terminal e seu teste de coerência

Este item é o domicílio do cálculo do valor terminal. A identidade que o governa é enunciada uma vez no item 3.5, e a origem e a conversão das âncoras constam do item 8.6.

A construção do fluxo

O fluxo do primeiro período da perpetuidade é apurado por identidade fundamental: o resultado operacional líquido de tributos, multiplicado pela parcela que não se reinveste.

$$\begin{aligned}
\text{FCFF da perpetuidade} &= \text{Nopat} \times (1 - \text{taxa de reinvestimento}) \\
&= 14.355.502 \times (1 - 32,7038\%) \\
&= 9.660.701
\end{aligned}$$

A taxa de reinvestimento é célula calculada: decorre da razão entre o crescimento perpétuo de 5,1500% e o retorno marginal de 15,7474%. Nenhuma das três é arbitrada, e o reinvestimento não recebe sensibilidade própria, na forma do item 12.3.

A construção abstrai a decomposição do reinvestimento entre investimento fixo, depreciação e giro, projetados individualmente no horizonte explícito. A abstração é declarada no item 3.5, e dela decorre o limite que este laudo observa: nenhum efeito adicional de escudo fiscal é reconhecido no valor terminal sem modelagem que o produza.

O teste de coerência física

O teste confronta o reinvestimento que a identidade impõe com a decomposição física que a abstração dispensa. Ele não integra o cálculo do valor, e é exibido porque a coerência entre as duas leituras é exame previsível.

Grandeza	R\$
Reinvestimento líquido implícito na identidade	4.694.801
Investimento de manutenção em regime	7.056.012
Depreciação em regime	4.186.707
Reinvestimento líquido pela decomposição física	2.869.305
Diferença a explicar	1.825.496

A diferença mede o quanto o reinvestimento exigido pela identidade excede o que a reposição do parque absorveria. Ela não é reconhecida como valor, em nenhum sentido.

A razão entre a depreciação e o investimento em regime situa-se em 0,5934, e decorre da vida útil média do parque e da taxa de crescimento. É prática difundida igualar as duas grandezas no valor terminal, e ela é incorreta em qualquer empresa que cresça: as safras antigas de investimento são menores que as recentes, de modo que a base depreciável é proporcionalmente inferior ao investimento corrente.

A razão não é neutra ao valor. Ela determina a depreciação da perpetuidade, de R\$ 4.186.707, deduzida do resultado antes de tributos. O que a construção fundamental abstrai é a reversão da depreciação como origem de caixa, e não a sua dedução fiscal. O crescimento nela empregado e a medida do que ele vale constam do bloco A.2 do item 12.3.

9.7 Atividade de locação

A projeção completa da atividade consta do Apêndice D, item D.1 na Base Global e item D.2 na norte-americana.

Componente do valor	R\$
Valor presente do período explícito	6.633.787
(+) Valor presente do valor terminal	5.181.986
(+) Valor presente do escudo fiscal das edificações, Anos 11 a 25	239.891
(=) Valor da atividade de locação	12.055.663

Valor terminal = $1.240.585 \div (11,6974\% - 3,25\%) = 14.685.965$

Valor presente = $14.685.965 \div 2,8340 = 5.181.986$

O valor terminal representa 42,98% do valor da atividade, participação inferior à verificada na atividade operacional.

Quatro definições próprias desta projeção merecem registro.

1. **A receita é indexada apenas pela inflação.** Renda contratual não apresenta crescimento real na ausência de expansão de área locável, que não integra a projeção. O crescimento perpétuo é, pela mesma razão, de 3,25%.
2. **O investimento de reposição do período explícito corresponde a 0,30 vez a depreciação.** Em imóveis, a depreciação fiscal de quatro por cento ao ano excede largamente a econômica, e a referência setorial indica reinvestimento dessa ordem. A sensibilidade a 1,00 vez integra o Capítulo 12.
3. **O investimento de reposição da perpetuidade é apurado por proxy conservadora, e não por identidade.** Adota-se 3,25% da base de depreciação atribuível à área locada, o que produz R\$ 326.616 por período contra os R\$ 166 mil do Ano 10. A proxy eleva o reinvestimento perpétuo e reduz o fluxo terminal, e foi preferida à identidade do item 9.6 porque renda contratual não apresenta a relação entre crescimento e retorno que aquela pressupõe.
4. **Não há necessidade de capital de giro.** Locação com recebimento mensal e sem estoque não o exige, e a referência setorial dos comparáveis reflete ativos imobiliários mantidos no circulante daquelas sociedades, não sendo transponível.

As despesas do imóvel

A projeção não deduz despesas operacionais do imóvel: as despesas prediais identificáveis já estão alocadas à estrutura administrativa deduzida da atividade operacional, e deduzi-las aqui configuraria dupla contagem.

A declaração delimita o alcance do resultado: ele mede a renda contratual líquida de tributos, e não a renda líquida de todos os custos de propriedade. O rateio da base de depreciação entre as duas atividades, examinado no item 10.7, integra as sensibilidades do item 12.3.

9.8 Síntese da projeção

Componente	Valor (R\$)
Atividade operacional	64.666.060
Atividade de locação	12.055.663
(=) Soma das atividades projetadas	76.721.723

O resultado corresponde ao cenário da Base Global. O estoque transferido, retirado do fluxo na forma do item 9.1, comparece como terceiro componente do valor no item 11.1, onde as duas bases são apresentadas por inteiro.

CAPÍTULO 10. ATIVOS IMOBILIÁRIOS E BENS MÓVEIS

Este capítulo apresenta a avaliação patrimonial que acompanha este laudo, delimita o emprego que dela se fez e, sobretudo, segrega de forma ostensiva a parcela adicionável ao valor apurado daquela já compreendida no fluxo de caixa projetado.

A segregação é a questão central do capítulo. Somar ao resultado do fluxo descontado o valor dos ativos que produzem esse mesmo fluxo constitui dupla contagem, e é o vício mais frequente em avaliações que combinam abordagens.

10.1 A avaliação patrimonial

Classe	Quantidade	Valor apurado (R\$)
Edifícios e benfeitorias	19	76.965.122
Terrenos	2	3.922.830
Subtotal, bens imóveis	21	80.887.952
Máquinas e equipamentos	235	28.423.795
Móveis e utensílios	1.530	629.701
Equipamentos de informática	141	202.109
Veículos	2	69.952
Subtotal, bens móveis	1.908	29.325.557
Total	1.929	110.213.509

Elemento	Definição
Data de referência	31 de maio de 2026
Método	Evolutivo, com quantificação do custo de reprodução e depreciação por estado de conservação
Norma técnica	NBR 14.653
Grau de fundamentação	II
Grau de precisão	III
Vistoria	10 de julho de 2026
Padrão de valor	Custo de reprodução depreciado, em continuidade de uso

A avaliação foi adotada sem atualização monetária para a data-base deste laudo. Em ambiente de inflação positiva, a defasagem de dois meses subestima o valor dos ativos, de modo que o critério é conservador.

A versão adotada

A avaliação patrimonial foi recebida em versão preliminar, apresentada como minuta pelos profissionais que a subscrevem, e é adotada nesta condição como boa e válida para os fins

deste trabalho. A versão definitiva será entregue à administração judicial em conjunto com este laudo.

A adoção fundamenta-se na completude técnica do documento. Ele identifica os responsáveis técnicos e seus registros profissionais, consigna a data e a composição da equipe de vistoria, declara o método empregado e as normas de referência, apresenta os graus de fundamentação e de precisão alcançados, expõe os critérios de depreciação adotados e discrimina o resultado por classe de bem e, quanto aos bens móveis, item a item. Nenhum elemento necessário ao emprego que dele se fez neste laudo, qual seja a constituição da base de depreciação, do cronograma de reposição e do dimensionamento do reinvestimento, encontra-se ausente.

O caráter preliminar refere-se à formalização da entrega, e não ao conteúdo técnico apurado.

Registra-se, como condicionante, que alteração de valores entre a versão adotada e a versão definitiva produz efeito direto sobre a base de depreciação, sobre o cronograma de reposição e sobre o programa de recuperação, e exige revisão deste trabalho na forma do item 4.9.

A relação analítica dos bens móveis, com 1.908 itens, integra o mesmo conjunto documental e é adotada na mesma condição.

O padrão de valor da avaliação patrimonial

O laudo patrimonial declara expressamente que os valores apurados objetivam o uso na continuidade operacional, e não a liquidação ou venda, e que as máquinas e equipamentos foram avaliados na premissa de aquisição destinada à operação dos ativos no mesmo local em que se encontram.

Duas consequências decorrem dessa declaração, e ambas são determinantes.

1. **Os valores apurados não constituem piso de arrematação.** O que se mede é o custo de reproduzir os ativos e não o produto esperado de sua venda forçada. São grandezas de natureza distinta, e a segunda é substancialmente inferior à primeira.
2. **O confronto exigido pela ordem de preferência do art. 140 não se faz contra esta avaliação.** Faz-se contra o produto esperado da alienação forçada dos bens em separado, que constitui trabalho técnico de outra natureza. O Capítulo 13 trata dessa comparação.

10.2 A segregação entre parcela adicionável e parcela embutida

Classe	Valor (R\$)	Tratamento no valuation	Fundamento
Edifícios e benfeitorias	76.965.122	Embutido no fluxo	As edificações abrigam a operação que produz o fluxo projetado. A rota adotada mantém o imóvel dentro do fluxo operacional, sem aluguel imputado
Terrenos	3.922.830	Embutido no fluxo	Idem
Máquinas e equipamentos	28.423.795	Embutido no fluxo	São esses bens que produzem o fluxo projetado
Móveis, informática e veículos	901.762	Embutido no fluxo	Idem
Parcela adicionável ao valor apurado pelo fluxo	Zero		

Nenhuma parcela da avaliação patrimonial é somada ao resultado do fluxo de caixa descontado.

A afirmação é categórica e merece a justificação que a torna verificável. O fluxo projetado no Capítulo 09 é gerado pela operação de uma fábrica que ocupa as edificações avaliadas, opera as máquinas avaliadas e utiliza os veículos e equipamentos avaliados. O valor presente desse fluxo já remunera integralmente o conjunto de ativos que o produz. Adicionar o valor desses mesmos ativos equivaleria a cobrar duas vezes pelo mesmo bem.

O mesmo princípio afasta a adição, ao resultado apurado, do valor da marca e da reputação de canal, conforme registrado no item 2.6.2.

O emprego efetivo da avaliação patrimonial

Função	Item deste laudo
Base de depreciação do adquirente	10.4
Cronograma de reposição e dimensionamento do investimento de manutenção	10.5
Dimensionamento do programa de recuperação	10.6
Rateio da base de depreciação entre as duas atividades	10.7
Teste de sanidade do resultado apurado	Capítulo 12

10.3 O parque de bens móveis

Bens em operação e fora de operação

	Quantidade	Valor de mercado (R\$)	Custo de reposição (R\$)	% da vida consumida
Em operação	1.871	24.344.832	73.141.053	66,7%
Fora de operação	37	4.980.725	33.392.133	85,1%
Total	1.908	29.325.557	106.533.186	72,5%

Trinta e sete itens encontram-se fora de operação, assinalados na relação analítica como desativados, desmontados ou sem valor comercial. Correspondem a 31,3% do custo de reposição do parque, concentração que decorre de dois equipamentos de grande porte.

Esses bens foram excluídos do cronograma de reposição, porque o que não produz não precisa ser repostado, e excluídos da base de depreciação, porque a legislação condiciona a dedutibilidade ao emprego do bem na produção. Ambas as exclusões reduzem o valor apurado.

Os bens fora de operação

Os trinta e sete itens fora de operação não constituem grupo homogêneo, e tratá-los como tal produziria conclusão equivocada em qualquer dos dois sentidos. A relação analítica permite segregá-los pela vida útil remanescente que a avaliação lhes atribui.

Grupo	Itens	Valor de mercado (R\$)	Custo de reposição (R\$)
Vida remanescente positiva	16	3.542.513	16.283.963
Vida remanescente esgotada	21	1.438.213	17.108.170
(=) Total fora de operação	37	4.980.725	33.392.133

Os dezesseis itens com vida remanescente positiva constituem reserva potencial de capacidade. A afirmação alcança o que o dado sustenta e não vai além: são bens a que a avaliação técnica reconhece vida útil por consumir. Este laudo não afirma que serão reativados, nem que a reativação seja economicamente vantajosa, nem que o estado registrado em vistoria permita colocá-los em operação sem dispêndio. A verificação de cada uma dessas condições demanda análise de engenharia que não integra o escopo declarado no item 4.5.

Os vinte e um itens com vida esgotada não constituem reserva. Respondem por R\$ 17.108.170 de custo de reposição, montante superior ao do outro grupo, e por apenas R\$ 1.438.213 de valor de mercado. **Recomenda-se sua segregação no instrumento de**

alienação, de modo que o edital não os apresente como capacidade produtiva disponível, na forma do item 14.4.4.

Nenhum dos dois grupos é somado ao valor apurado. A razão é a mesma que afasta a soma dos bens em operação, exposta no item 10.2.

Um item ilustra a assimetria entre os grupos. A coladeira de borda fabricada em 2012, fora de operação, tem seis anos de vida remanescente e valor de mercado de R\$ 2.943.789, aproximadamente cinco vezes o da melhor das seis coladeiras em operação, avaliada em R\$ 604.282. Registre-se, ainda, que quatro das seis coladeiras em operação apresentam um ano ou menos de vida remanescente.

O exemplo vale por si e nada prova quanto aos outros quinze itens do grupo, cujos valores de mercado somados alcançam R\$ 598.724. A concentração é a característica do grupo: um único item responde por 83,1% do valor de mercado dos dezesseis.

Vida útil e idade

Medida, ponderada pelo custo de reposição	Anos
Vida útil total atribuída	22,51
Idade aparente	17,00
Vida remanescente	5,50
Consumo do parque	75,5%

A vida útil média ponderada de 22,51 anos é parâmetro estrutural do modelo, empregado no cálculo do investimento de manutenção em regime e no teste de coerência do item 9.6, que não integra a apuração do valor. Sua composição merece exame, porque a objeção previsível seria a de que vida longa teria sido adotada para reduzir o investimento projetado.

Vida útil atribuída	Itens	% do custo de reposição	Contribuição para a média
20 anos	98	64,1%	12,81
30 anos	191	18,2%	5,45
25 anos	26	14,3%	3,58
15 anos	1.366	2,2%	0,32
Demais	190	1,3%	0,34
Total	1.871	100,0%	22,51

A média não resulta de mistura de elementos heterogêneos. Noventa e oito itens com vida atribuída de vinte anos concentram 64,1% do valor de reposição do parque, e sozinhos respondem por 12,81 dos 22,51 anos da média. A concentração é real e verificável item a item.

Registre-se, para contraste, que a média simples não ponderada é de 16,81 anos. A diferença decorre dos 1.366 itens de mobiliário, que representam 73% dos itens e 2,2% do valor. Empregar a média simples elevaria o investimento de manutenção em regime em cerca de um terço, e seria metodologicamente incorreta: o que se repõe é valor, não unidade.

Vida técnica e vida fiscal

	Vida atribuída pela avaliação	Vida fiscal
Máquinas e equipamentos	20 a 30 anos, para 96,5% do valor	10 anos
Equipamentos de informática e veículos	Variável	5 anos

A vida fiscal das máquinas é substancialmente inferior à vida técnica atribuída pela avaliação. Itens com vida atribuída de vinte, vinte e cinco ou trinta anos respondem por 96,5% do valor de reposição do parque, ao passo que itens com vida atribuída de dez anos, coincidente com a vida fiscal, respondem por 0,23%.

A consequência favorece o adquirente: a depreciação fiscal é acelerada frente à realidade econômica do parque. O escudo fiscal é reconhecido em dez anos sobre bens que continuarão produzindo por prazo superior. Esse é um dos elementos que compõem o valor efetivamente transferido pela alienação.

Estado de conservação

Estado, ponderado pelo custo de reposição	%
Regular	94,7%
Entre reparos simples e importantes	1,3%
Reparos importantes	1,4%
Demais estados e sem atribuição	2,6%

O parque é antigo, com 75,5% da vida consumida, mas encontra-se em condição regular em praticamente sua totalidade. O dado relativiza a leitura de sucateamento que a idade média isoladamente sugeriria e sustenta a premissa de continuidade operacional.

10.4 A base de depreciação do adquirente

Classe	Base (R\$)	Taxa fiscal	Depreciação anual (R\$)	Esgota no
Máquinas e equipamentos	23.450.084	10%	2.345.008	Ano 10
Móveis e utensílios	622.686	10%	62.269	Ano 10
Equipamentos de informática	202.109	20%	40.422	Ano 5
Veículos	69.952	20%	13.990	Ano 5

Subtotal, bens móveis	24.344.832		2.461.689	
Edificações da fábrica	66.915.401	4%	2.676.616	Ano 25
Total aplicado ao fluxo operacional	91.260.233		5.138.305	

A base compreende exclusivamente os bens em operação. Cada classe deprecia segundo a vida fiscal que lhe é própria, com linha própria no fluxo, que se extingue no exercício correspondente. Os terrenos não depreciam.

Os valores acima são de referência, e não os efetivamente aplicados ao fluxo. A base fiscal do adquirente não pode exceder o preço que ele paga, e o preço apurado é inferior à soma dos valores de referência dos ativos identificáveis. Sobre as classes depreciables incide, por consequência, o fator de alocação apurado no item 11.4, que é o seu domicílio: 71,8576% na Base Global e 85,9383% na Base US.

A depreciação efetivamente projetada é, portanto, a do quadro acima multiplicada por esse fator. Na Base Global, os R\$ 5.138.305 anuais correspondem a R\$ 3.692.263 no fluxo do Capítulo 09, aos quais se acrescenta a depreciação do investimento de manutenção acumulado.

O confronto com a base contábil

Item	R\$	%
Custo de aquisição registrado	21.883.263	
Depreciação acumulada	(18.610.069)	85,0%
Valor residual contábil	3.273.194	15,0%
Avaliação a mercado dos bens móveis	29.325.557	
Mais-valia sobre o registro contábil	26.052.363	

A base contábil dos bens móveis está exaurida em 85,0%. É a avaliação patrimonial, e não o registro contábil, que passa a sustentar o escudo fiscal do adquirente.

Esse é um elemento de valor que não existe hoje e que a alienação cria. A sociedade falida não dispõe de base depreciável relevante sobre seus bens móveis; o adquirente, que registra os ativos pelo custo de aquisição, passa a dispor dela.

A ancoragem da base na avaliação patrimonial, e não no valor apurado pelo próprio fluxo, é a solução adotada para a circularidade inerente a essa decisão, conforme registrado no item 3.3.

10.5 O cronograma de reposição e o investimento de manutenção

Cada bem em operação foi alocado ao exercício correspondente à sua vida remanescente, a custo de reposição por bem novo.

Período	Reposição (R\$)	% acumulado do parque
Ano 0, vida esgotada	12.025.360	16,4%
Anos 1 a 5	19.884.867	43,6%
Anos 6 a 10	36.662.022	93,8%
Anos 11 a 17	4.568.803	100,0%
Total	73.141.053	

Os dez primeiros exercícios concentram 93,8% da reposição do parque. Não se trata de estado estacionário: trata-se de onda de recomposição de um parque cuja vida útil está consumida em 75,5%. Os degraus mais pronunciados situam-se nos Anos 3, 7 e 10.

A escolha do direcionador

Quatro direcionadores foram examinados para o investimento de manutenção.

Direcionador	% da receita de 2025	R\$/ano	Decisão
(i) Proxy setorial de depreciação sobre receita	2,15%	1.945.091	Descartado. Não utiliza a relação de bens do próprio perímetro, e a intensidade histórica de depreciação da empresa incide sobre base contábil exaurida
(ii) Reposição em regime, anualizada item a item	3,72%	3.356.859	Adotado para a perpetuidade. Cada bem se repõe em seu próprio ciclo
(iii) Cronograma da avaliação, média dos Anos 1 a 10	6,26%	5.654.689	Adotado para o período explícito. Incorpora a recomposição do parque envelhecido
(iv) Vida fiscal	2,73%	2.461.689	Descartado. Confunde vida fiscal com vida econômica. A avaliação atribui vida técnica de 22,5 anos, e não de 10

A adoção de direcionadores distintos para o período explícito e para a perpetuidade não é inconsistência: é a tradução correta do que o cronograma demonstra. A recomposição concentrada é fenômeno de duração determinada, e projetá-la a perpetuidade superestimaria o investimento permanente. Inversamente, aplicar o regime ao período explícito subestimaria o esforço de recomposição efetivamente exigido.

O investimento adotado no período explícito é 68% superior ao de regime, o que reduz o fluxo projetado nos dez primeiros exercícios.

Comparação com a referência setorial

O investimento de manutenção em regime, de 3,72% da receita, supera o investimento total setorial de 2,83%. A operação é mais intensiva em ativos que o agregado setorial, resultado coerente com a fabricação de painéis frente a um agregado que compreende também distribuidores e varejistas, cuja intensidade de capital é inferior.

10.6 O programa de recuperação

Item	Valor
Bens em operação com vida remanescente esgotada, a custo de reposição	R\$ 12.025.360
Fração adotada como desembolso inadiável	50%
Prazo de diluição	5 anos
Desembolso anual projetado	R\$ 1.202.536

Dezesseis vírgula quatro por cento do parque em operação, medido a custo de reposição, apresenta vida remanescente esgotada. São bens que continuam produzindo, o que afasta a leitura de inutilidade, mas cuja substituição não pode ser indefinidamente diferida.

A adoção de cinquenta por cento do valor apurado reconhece que a substituição integral por equipamento novo não é a única alternativa disponível: reforma e aquisição no mercado de equipamentos usados atendem à função a custo inferior. A diluição em cinco anos reconhece que a substituição não é simultânea. Ambos os parâmetros constituem arbitramento técnico do subscritor, assim qualificados no Capítulo 07.

10.7 O rateio entre as duas atividades

Item	Valor
Área construída total	40.197,59 m ²
Área construída destinada à locação	5.248,80 m ²
Participação da atividade de locação	13,06%
Base de depreciação, atividade operacional	R\$ 66.915.401
Base de depreciação, atividade de locação	R\$ 10.049.720

O rateio da base de depreciação das edificações entre as duas atividades adota o critério de área construída. A avaliação patrimonial não individualiza valores por edificação nem por matrícula, conforme registrado no item 4.6, de modo que o critério de área é o que a base disponível comporta.

O efeito do rateio é de segunda ordem: ele desloca base de depreciação entre as duas atividades, mas não altera a base total nem o valor agregado das duas. Sua sensibilidade, por inversão da renda a taxas de capitalização entre oito e onze por cento, integra o Capítulo 12.

10.8 A decisão de não projetar investimento em expansão

Item	Valor
Ociosidade adotada	40%
Capacidade instalada em receita, a preços de 2025	R\$ 150.562.025
Receita real do Ano 10, a preços de 2025	R\$ 133.624.383
Utilização máxima da capacidade no horizonte	88,75%
Ociosidade mínima requerida pela projeção	32,39%
Expansão real requerida	Zero

A projeção não contempla investimento em expansão de capacidade, e a decisão tem dupla fundamentação.

1. **A primeira é a capacidade ociosa.** A receita projetada, medida em termos reais, não atinge o teto de capacidade em nenhum exercício do horizonte, encerrando-o com utilização de 88,75%. A medida é a mesma do item 7.2, apurada por deflação de nove anos e cinco meses da receita líquida operacional do Ano 10.
2. **A segunda é a natureza do cronograma de reposição.** Repor equipamento ao fim da vida útil por equipamento novo entrega, por si, capacidade adicional, uma vez que equipamento novo apresenta produtividade superior ao que substitui. Manter simultaneamente o cronograma de reposição e uma linha autônoma de investimento em expansão configuraria dupla contagem do mesmo esforço de investimento.

Registra-se que a ociosidade de quarenta por cento é arbitramento, e não medição. A avaliação patrimonial consigna operação em turno único, o que constitui evidência de capacidade não utilizada, mas não sua quantificação, e este laudo não afirma que o turno único demonstre ociosidade de quarenta por cento.

A grandeza que a decisão efetivamente exige é a ociosidade mínima requerida, de 32,39%, e essa é apurável. Acima desse patamar, a magnitude da folga não afeta o valor, porque a receita projetada cabe no teto em qualquer hipótese. O tratamento é por limiar, e não por sensibilidade contínua, na forma do item 12.3.

Registra-se, ainda, que os dezesseis bens fora de operação com vida remanescente positiva constituem reserva potencial de capacidade não considerada na projeção, nos termos e com as ressalvas do item 10.3. O elemento não foi incorporado ao valor apurado.

10.9 Síntese

Grandeza	Valor (R\$)
Avaliação patrimonial total	110.213.509
Parcela somada ao valor apurado pelo fluxo	Zero
Base de depreciação, valores de referência	91.260.233
Base de depreciação após o fator de alocação, Base Global	65.577.413
Mais-valia sobre o registro contábil dos bens móveis	26.052.363
Investimento de manutenção, período explícito	5.654.689 por ano
Investimento de manutenção, regime perpétuo	3,72% da receita
Programa de recuperação	1.202.536 por ano, por cinco anos

A avaliação patrimonial cumpre, neste laudo, função instrumental e não conclusiva. Ela fornece a base de depreciação, dimensiona o esforço de reinvestimento e serve de referência de sanidade ao resultado apurado. Não integra o valor da unidade produtiva isolada, nem constitui piso de arrematação, nem mede o produto esperado da alienação dos bens em separado.

CAPÍTULO 11. O VALOR DA UNIDADE PRODUTIVA ISOLADA

Este capítulo consolida o resultado das projeções do Capítulo 09, acrescenta o componente que não transita pelo fluxo, delimita precisamente o que o valor apurado compreende, verifica a alocação do preço e apresenta a faixa de valor em continuidade operacional.

O confronto entre o resultado aqui apurado e a alienação dos bens individualmente considerados constitui objeto do Capítulo 13.

11.1 Composição do valor

Componente	Base Global (R\$)	Participação	Base US (R\$)	Participação
Atividade operacional	64.666.060	77,63%	78.911.088	80,88%
Atividade de locação	12.055.663	14,47%	12.075.799	12,38%
Estoque transferido, elegível	6.581.376	7,90%	6.581.376	6,75%
(=) Valor da UPI	83.303.099	100,00%	97.568.262	100,00%

O valor compõe-se de três parcelas, e não de duas. As duas primeiras decorrem das projeções do Capítulo 09. A terceira é o estoque transferido, que integra o perímetro alienado e não transita pelo fluxo projetado.

O estoque como componente aditivo

A posição de estoques de R\$ 6.581.376, apurada em 31 de maio de 2026, foi retirada da projeção e comparece aqui como parcela própria. O tratamento decorre de sua natureza: o estoque não é ativo que produza fluxo ao longo do horizonte, e sim ativo que o adquirente recebe constituído e que, de outro modo, teria de formar com desembolso próprio.

Duas qualificações acompanham a parcela.

1. **A elegibilidade.** Compreende matérias-primas, produtos em elaboração e produtos acabados em condição de emprego ou de comercialização. Itens obsoletos, avariados ou sem giro não integram a parcela.
2. **A cláusula de ajuste.** A posição é a de 31 de maio de 2026 e move-se até a data da alienação. O instrumento de alienação deve prever apuração da posição efetiva na data da transferência, com ajuste do preço na exata medida da diferença, na forma recomendada no item 14.4.3.

A amplitude entre as duas bases

As duas bases são apresentadas em paralelo, conforme a decisão registrada no item 8.2. A Base Global foi adotada como referência principal, e a norte-americana constitui sensibilidade obrigatória.

A amplitude entre os dois cenários é de 17,12%, e decorre integralmente da divergência entre os betas desalavancados dos dois conjuntos de comparáveis. Não há diferença de premissa operacional entre eles: receita, custos, despesas, capital de giro, investimento e depreciação são idênticos nas duas projeções, e o estoque transferido é o mesmo.

11.2 O que o valor compreende

Elemento	Compreendido
Imóveis, edificações e terrenos	Sim, integralmente, no fluxo da atividade que os utiliza
Parque de máquinas, equipamentos, móveis, informática e veículos	Sim, no fluxo operacional que produzem
Estoques transferidos elegíveis	Sim, como componente aditivo, na forma do item 11.1
Marca e reputação de canal	Sim, incorporados à projeção de receita
Escudo fiscal decorrente da base nova de depreciação	Sim, reconhecido no fluxo e, quanto às edificações, também nos Anos 11 a 25
Recomposição integral do capital de giro	Sim, deduzida do fluxo
Programa de recuperação do parque produtivo	Sim, deduzido do fluxo
Sobrecusto de recomposição da cadeia de fornecimento	Sim, deduzido do fluxo nos dois primeiros anos
Remuneração da administração	Sim, deduzida do fluxo, na forma do item 7.5
Provisão de perdas com créditos	Sim, deduzida do fluxo, na forma do item 7.4
Receita de locação a terceiro externo à massa	Sim, projetada em separado

Nenhum ajuste adicional ao valor é devido a título de constituição de giro ou de recuperação de ativos. Ambos os esforços estão integralmente refletidos nos fluxos projetados, exercício a exercício, conforme demonstrado no item 9.4. O valor apurado é, portanto, líquido dessas exigências.

11.3 O que o valor não compreende

Elemento	Tratamento
Valor dos ativos apurado na avaliação patrimonial	Não somado. Já compreendido no fluxo que os ativos produzem, conforme item 10.2
Passivo ambiental	Não quantificado. O valor é anterior a qualquer dedução a esse título, conforme item 2.3.3
Custos e despesas do procedimento de alienação	Não deduzidos
Contingências não reveladas	Não estimadas. Admitida a inexistência de fatores ocultos, conforme item 4.4
Capacidade adicional dos bens fora de operação	Não incorporada. Valor de mercado de R\$ 4.980.725, conforme item 10.8
Ganho decorrente de gestão superior do adquirente	Não reconhecido, conforme item 7.2
Risco de execução sob nova titularidade	Tratado como condicionante declarada, no Capítulo 13

11.4 A alocação do preço de aquisição

Este item é o domicílio da alocação do preço. Os Capítulos 03, 07, 09 e 14 a ele remetem.

O adquirente registra os ativos adquiridos pelo custo de aquisição, e a base fiscal de depreciação não pode exceder o preço efetivamente pago. Como a projeção do Capítulo 09 emprega base de depreciação ancorada na avaliação patrimonial, e não no valor que o próprio fluxo produz, a restrição precisa ser verificada e o bloco resolvido por iteração.

Os ativos identificáveis, a valores de referência

Classe	R\$
Edifícios e benfeitorias	76.965.122
Bens móveis em operação	24.344.832
(=) Subtotal depreciable	101.309.953
Terrenos	3.922.830
Estoques elegíveis	6.581.376
(=) Subtotal não depreciable	10.504.206
(=) Ativos identificáveis	111.814.159

Os valores de referência dos ativos identificáveis, de R\$ 111.814.159, excedem o preço apurado de R\$ 83.303.099 na Base Global. A alocação, por consequência, não comporta atribuição integral dos valores de referência, e a convenção que a resolve precisa ser declarada.

A convenção adotada

Estoques e terrenos são reconhecidos pelos respectivos valores de referência. O saldo do preço é distribuído proporcionalmente entre as classes depreciables.

Apuração, Base Global		R\$
Preço alocável		83.303.099
(-) Estoques e terrenos, a valores de referência		(10.504.206)
(=) Saldo atribuível às classes depreciables		72.798.893

Fator de alocação = $72.798.893 \div 101.309.953 = 71,8576\%$

Base	Saldo depreciable	Fator de alocação
Global	72.798.893	71,8576%
Norte-americana	87.064.056	85,9383%

O bloco é resolvido por iteração manual: o fator determina a base depreciable, a base determina a depreciação, a depreciação determina o fluxo e o fluxo determina o preço, que por sua vez determina o fator. A convergência foi apurada sem habilitar o cálculo iterativo automático da planilha, de modo que cada passo permanece verificável.

O que a convenção significa, e o que ela não significa

A distribuição proporcional é convenção conservadora do subscritor, e não afirmação de tratamento tributário. A alocação efetiva do preço entre classes de ativos, na escrituração do adquirente, é matéria de laudo de alocação próprio e de decisão do contribuinte, e este laudo não a antecipa.

O efeito da convenção sobre o valor apurado é declarado. Reconhecer os ativos depreciables a 71,86% do valor de referência produz depreciação menor, escudo fiscal menor e, por consequência, valor menor do que produziria convenção que privilegiasse as classes de vida fiscal mais curta. O critério opera em desfavor do resultado.

A restrição de não exceder o preço é respeitada por construção. Após a alocação, a soma das parcelas atribuídas às classes identificadas equivale ao preço, e não subsiste residual atribuível a intangíveis. A marca e a reputação de canal, que integram o perímetro, encontram-se refletidas na projeção de receita e não recebem alocação autônoma.

11.5 Confronto com a avaliação patrimonial

Grandeza	Base Global	Base US
----------	-------------	---------

Valor apurado	83.303.099	97.568.262
Avaliação patrimonial total	110.213.509	110.213.509
Diferença	(26.910.410)	(12.645.247)
Razão	0,7558	0,8853

O valor econômico apurado corresponde a pouco mais de três quartos do custo de reprodução depreciado dos ativos, na base adotada.

O resultado é corriqueiro e não exige justificativa especial. Valor econômico inferior ao custo de reprodução em continuidade de uso é o que se observa sempre que o retorno sobre o capital aplicado não supera o custo desse capital em margem suficiente para remunerar a totalidade do ativo reproduzido. É a condição da maior parte da indústria de transformação, e o item 8.7 registra que o setor apresenta excesso de retorno de 4,25 pontos percentuais em dólares, comprimido a 1,96 ponto após a conversão à moeda da projeção, conforme o item 8.6.

A razão não constitui validação cruzada. Dois métodos que produzem resultados da mesma ordem de grandeza não confirmam um ao outro, e apresentar a relação como prova de robustez seria erro que um assistente técnico demonstraria sem dificuldade. Na Base US, com premissas operacionais idênticas, a razão é de 0,8853.

O que a ordem de grandeza indica tem significado. Ambos os métodos medem o mesmo conjunto de ativos sob premissa de continuidade: o da renda apura o valor presente do caixa que a operação produz, o do custo apura o custo de reproduzir os ativos que a produzem. Que ambos alcancem ordem de grandeza equivalente afasta a hipótese de que a projeção tenha produzido resultado desproporcional à substância patrimonial que o sustenta.

A avaliação patrimonial não é valor de liquidação. Ela mede custo de reprodução depreciado em continuidade de uso, e o próprio laudo patrimonial afasta expressamente a hipótese de liquidação, conforme item 10.1. Ela não constitui piso de arrematação.

11.6 Testes de coerência interna

Teste	Base Global	Base US	Referência setorial
Valor sobre resultado, atividade operacional	4,86x	5,93x	10,63x / 11,27x
Valor sobre receita, atividade operacional	0,71x	0,87x	1,16x / 1,33x
Valor sobre resultado, atividade de locação	7,59x	7,61x	19,70x / 19,87x
Valor sobre resultado, unidade consolidada	5,59x	6,55x	
Participação do valor terminal, atividade operacional	51,2%	55,2%	Limiar de 65%
Participação do valor terminal, atividade de locação	43,0%	40,0%	Limiar de 65%
Margem na perpetuidade	13,60%	13,60%	9,61% / 9,75%
Fator de alocação do preço	71,86%	85,94%	Limite de 100%

Os múltiplos implícitos situam-se abaixo das referências setoriais em todas as linhas e nas duas bases. O desenvolvimento desses testes, a defesa do nível de margem e as sensibilidades que os acompanham constituem objeto do Capítulo 12, que é o seu domicílio.

11.7 A faixa de valor

O valor da unidade produtiva isolada, em continuidade operacional, na data-base de 31 de julho de 2026, situa-se na faixa de:

	R\$
Limite inferior, Base Global de comparáveis	83.303.099
Limite superior, Base US de comparáveis	97.568.262

A apresentação em faixa não decorre de indeterminação do método. Decorre de que a escolha entre os dois conjuntos de comparáveis constitui juízo técnico legítimo em ambos os sentidos, e de que apresentar valor único exigiria escolher em silêncio entre eles.

A Base Global foi adotada como referência principal, e o valor de R\$ 83,3 milhões é o resultado que este laudo indica como estimativa central para a unidade em continuidade. A Base US, com 27 empresas contra 383, produz beta desalavancado 44% inferior e, por consequência, valor superior. Sua apresentação é obrigatória por transparência metodológica, e não porque este laudo a considere igualmente representativa.

O Capítulo 12 amplia a faixa mediante sensibilidades sobre os demais parâmetros relevantes, e o Capítulo 13 apresenta os cenários de alienação e o limiar de inversão, dos quais decorrem os parâmetros de negociação do Capítulo 14.

11.8 Síntese

	Base Global	Base US
Atividade operacional	64.666.060	78.911.088
Atividade de locação	12.055.663	12.075.799
Estoque transferido, elegível	6.581.376	6.581.376
(=) Valor em continuidade	83.303.099	97.568.262
Múltiplo implícito sobre resultado consolidado	5,59x	6,55x
Fator de alocação do preço	71,86%	85,94%
Participação do valor terminal, atividade operacional	51,2%	55,2%
Razão sobre a avaliação patrimonial	0,7558	0,8853

Três características do resultado merecem registro final.

1. **O valor é conservador frente às referências setoriais.** Os múltiplos implícitos situam-se abaixo dos setoriais em todas as linhas, o que protege o resultado contra a impugnação por excesso, que é a impugnação esperada de quem tenha interesse em depreciar o preço de alienação.
2. **O valor é sustentado por substância patrimonial verificada.** A totalidade do preço aloca-se a ativos identificados por avaliação técnica independente, e o valor apurado corresponde a 0,7558 do custo de reprodução depreciado desses mesmos ativos.
3. **O valor não repousa sobre a perpetuidade.** A participação do valor terminal situa-se em 51,2% na atividade operacional e 43,0% na atividade de locação, ambas confortavelmente abaixo do patamar em que a objeção de que o resultado se concentra no termo terminal costuma prosperar.

CAPÍTULO 12. TESTES DE SUSTENTABILIDADE E SENSIBILIDADES

Avaliação por fluxo de caixa descontado produz resultado que depende de premissas. A qualidade do trabalho não se mede pela ausência dessa dependência, que é inerente ao método, e sim pela demonstração de que o resultado é coerente com referências externas independentes e pela quantificação do efeito de cada premissa relevante.

Este capítulo submete o valor apurado a duas ordens de exame. Os testes de sustentabilidade confrontam o resultado com referências que não participaram de sua construção. As sensibilidades medem, uma a uma, o efeito da alteração de cada premissa.

12.1 Testes de sustentabilidade

Teste	Base Global	Base US	Referência setorial	Leitura
Valor sobre resultado, atividade operacional	4,86x	5,93x	10,63x / 11,27x	Abaixo
Valor sobre receita, atividade operacional	0,71x	0,87x	1,16x / 1,33x	Abaixo
Valor sobre resultado, atividade de locação	7,59x	7,61x	19,70x / 19,87x	Abaixo
Valor sobre resultado, unidade consolidada	5,59x	6,55x		
Participação do valor terminal, atividade operacional	51,2%	55,2%	Limiar de 65%	Confortável
Participação do valor terminal, atividade de locação	43,0%	40,0%	Limiar de 65%	Confortável
Margem na perpetuidade	13,60%	13,60%	9,61% / 9,75%	Acima, ver 12.2
Fator de alocação do preço	71,86%	85,94%	Limite de 100%	Respeitado

Os múltiplos implícitos situam-se abaixo das referências setoriais em todas as linhas e nas duas bases. Na atividade operacional, o resultado do fluxo descontado entrega 45,7% do que o múltiplo setorial de valor sobre resultado produziria.

A leitura é relevante para o contraditório. A impugnação esperada em processo de alienação é a de excesso, formulada por quem tenha interesse em depreciar o preço. Múltiplos implícitos consistentemente inferiores aos setoriais constituem margem de segurança deliberada e verificável contra essa objeção.

12.2 O nível de margem e sua defesa

A margem de resultado projetada na perpetuidade, de 13,60%, supera a referência setorial agregada de 9,61% na Base Global. É o indicador que mais se distancia da referência externa,

e sua defesa repousa em três demonstrações independentes, todas apuradas nos capítulos anteriores.

A margem projetada é inferior à margem verificada. O resultado operacional recorrente de 2025 corresponde a 14,66% da receita, apurado sobre exercício encerrado e rastreável a conta contábil. A projeção conclui o horizonte em 13,60%, 1,06 ponto percentual abaixo do patamar efetivamente medido. A queda decorre das duas rubricas que a projeção acrescenta e a base histórica não contém, a remuneração da administração e a provisão de perdas normalizada.

A comparação direta com o agregado setorial é imprópria. Um fabricante do agregado de comparáveis vende no atacado, e quem suporta comissão de plataforma, frete ao consumidor e publicidade é o varejista que o sucede na cadeia. A operação avaliada exerce as duas funções e, por isso, apresenta simultaneamente receita e despesa superiores. O teste apropriado, construído sobre receita fabril equivalente no item 6.4, situa o custo de produção em 69,88% contra 69,72% da referência norte-americana, e a margem bruta em 30,12% contra 30,28%. A economia industrial da operação é praticamente coincidente com a referência setorial.

A trajetória da margem decompõe-se integralmente em dois efeitos identificados. A margem parte de 11,13% no Ano 1, deprimida pelo sobrecusto de recomposição da cadeia de fornecimento, e alcança 13,34% no Ano 3 com a extinção desse sobrecusto, elevação de 2,21 pontos percentuais. Do Ano 3 à perpetuidade eleva-se mais 0,26 ponto, correspondente à diluição da despesa administrativa. Nenhuma outra linha contribui: custo de produção, despesas de canal e estrutura comercial são projetados como percentuais constantes. Não há, na projeção, ganho de eficiência industrial, redução de custo de insumo ou melhoria de condição comercial. A elasticidade resultante da despesa administrativa à receita é de 0,85.

12.3 Sensibilidades

Este item é o domicílio da matriz de sensibilidades. Os Capítulos 01, 08 e 09 a ele remetem.

Cada bloco isola uma premissa e altera apenas ela, mantidas as demais constantes. Todos os valores referem-se à Base Global de comparáveis, cujo resultado adotado é de **R\$ 83.303.099**. A matriz completa, com vinte e três blocos em oito seções, integra o Apêndice G.

A • O bloco terminal, em dois eixos

O valor terminal não admite sensibilidade sobre parâmetro isolado, porque as três grandezas que o compõem estão presas pela identidade do item 3.5. **Sensibilizam-se o crescimento perpétuo e o retorno marginal sobre o capital; a taxa de reinvestimento é saída, e nunca entrada.**

Retorno marginal	g = 5,1500%, adotado	g = 4,50%	g = 3,25%
13,7158%	80.608.762	79.195.783	76.545.724
13,7911%	80.722.838	79.285.733	76.599.723
15,7473%, adotado	83.303.099	81.320.305	77.821.111
18,0000%	85.579.614	83.115.370	78.898.719

A taxa de reinvestimento resultante em cada célula, apresentada no Apêndice G, percorre o intervalo de 18,06% a 37,55%. Ela acompanha, e não é escolhida.

Os dois eixos foram construídos sobre referências identificadas. O piso da coluna do retorno, de 13,7158%, é o retorno sobre o capital do setor convertido à moeda da projeção, sem o ajuste por efeito de arrendamento. A linha imediatamente acima, de 13,7911%, iguala o retorno ao custo de capital e anula o excesso de retorno. O valor adotado situa-se acima das duas, e o teto de 18,0000% é teste superior.

A alternativa de empregar o retorno sem conversão pelo diferencial de inflação, anunciada no item 8.6, situa-se em 14,6196% e está contida no intervalo acima, entre a segunda e a terceira linhas do quadro, cuja distância é de R\$ 2,58 milhões. A conversão eleva o retorno e, por consequência, o valor; não convertê-lo produziria resultado intermediário entre R\$ 80,7 milhões e R\$ 83,3 milhões.

A.2 • A razão de regime estacionário do terminal

A depreciação da perpetuidade não é igual ao investimento de reposição do período: em regime que cresce, as safras antigas de investimento são menores que as recentes, e a depreciação corrente é fração do desembolso corrente. A fração é apurada pela expressão

$$\text{razão} = (1 \div n) \times [1 - (1+g)^{-n}] \div [1 - (1+g)^{-1}]$$

na qual n é a vida útil média do parque, de 22,5056 anos, e g é a taxa de crescimento do próprio fluxo de investimento.

O modelo adota 0,593353, apurada com o teto macroeconômico de 5,5731%. A construção alternativa emprega o crescimento perpétuo derivado de 5,1500%, que é o que a projeção efetivamente adota, e produz razão de 0,614210. A razão maior eleva a depreciação da perpetuidade, reduz o resultado após tributos e, por essa via, o valor.

Bloco	Cenário	Razão	Depreciação em regime (R\$)	Valor (R\$)	Variação
-------	---------	-------	-----------------------------------	-------------	----------

A.2	Crescimento de 5,5731%, adotado no modelo	0,593353	4.186.707	83.303.099	
A.2	Crescimento de 5,1500%, o da projeção	0,614210	4.333.871	83.049.841	(0,3%)

Na Base US, o mesmo confronto produz R\$ 97.568.262 contra R\$ 97.232.463, ou 0,3%. A construção adotada eleva o valor, e por isso é registrada. Sua amplitude, de 0,3%, é a menor de toda a matriz, e o efeito sobre o limiar de inversão do item 13.5 é de 0,22 ponto percentual, de 71,32% para 71,11%.

Os dois valores da coluna final foram apurados por reexecução da réplica independente, com a razão como única alteração e com o fator de alocação reconvergido em cada caso, de 71,8576% para 71,6076%.

B • Custo de capital

Bloco	Cenário	Custo de capital	Valor (R\$)	Variação
B.1	Prêmio de risco de mercado implícito, 4,20%, adotado	13,7911%	83.303.099	
B.1	Prêmio histórico de longo prazo, 5,48%	14,9197%	74.134.825	(11,0%)
B.2	Taxa livre de risco por média de 60 pregões, 4,5247%	13,7662%	83.533.975	0,3%
B.2	Cotação isolada de 31 de julho de 2026, 4,7500%	13,9472%	81.886.805	(1,7%)
B.3	Prêmio de risco-país por contrato de proteção, 3,2334%	13,9101%	82.218.056	(1,3%)
B.4	Prêmio de tamanho de 1,00%	14,5943%	76.540.292	(8,1%)
B.4	Prêmio de tamanho de 2,00%	15,3975%	70.895.568	(14,9%)
B.4	Prêmio de tamanho de 3,00%	16,2007%	66.120.792	(20,6%)
B.5	Custo da dívida sintético, 8,4960%	12,0240%	104.088.278	25,0%
B.5	Custo da dívida sintético alternativo, 9,6169%	12,1754%	101.878.195	22,3%
B.6	Base US de comparáveis	12,4799%	97.568.262	17,1%

Três blocos deste conjunto merecem registro destacado, porque medem o efeito de decisões que este laudo tomou e não pretende ocultar.

1. B.4, o prêmio de tamanho, não foi adotado por ausência de fonte, e não por se entender inexistente o efeito, na forma do item 8.2. Sua adoção a três pontos percentuais reduziria o valor em 20,6%. Quem entenda devido o prêmio dispõe aqui da medida exata do que a decisão vale.

2. B.5, o custo da dívida, foi mantido na série oficial de crédito, e a anomalia que dele resulta é declarada no item 8.2 e não corrigida. A substituição pela construção sintética elevaria o valor em 25,0%, o que significa que o critério adotado opera em desfavor do resultado.
3. B.6, o conjunto de comparáveis, é a única sensibilidade que este laudo apresenta como cenário paralelo em todos os quadros de resultado, e não apenas nesta matriz.

C • Normalizações do resultado

Bloco	Cenário	Valor (R\$)	Variação
C.1	Provisão de perdas, zero	88.494.079	6,2%
C.1	Provisão de perdas, 0,50%, adotada	83.303.099	
C.1	Provisão de perdas, 1,13%, saldo verificado em 2025	76.762.464	(7,9%)
C.2	Remuneração da administração, zero	89.383.826	7,3%
C.2	Remuneração da administração, 0,75%, adotada	83.303.099	
C.2	Remuneração da administração, 1,50%	77.222.372	(7,3%)
C.3	Honorários de pessoas jurídicas da sociedade industrial, R\$ 815.094, excluídos da base	89.310.442	7,2%

As três normalizações operam no mesmo sentido: cada uma delas reduz o valor apurado em relação ao que a base histórica produziria. A manutenção dos honorários de pessoas jurídicas e serviços de terceiros, de R\$ 1.600.886 no exercício de 2025, líquidos do encargo de plataforma que as mesmas contas registram, é o critério conservador do item 4.7, e o bloco C.3 mede a exclusão da parcela da sociedade industrial, de R\$ 815.094.

D • Receita e capacidade

Bloco	Cenário	Valor (R\$)	Variação
D.1	Índices de 0,95 · 1,15 · 1,30	93.054.857	11,7%
D.1	Índices de 0,85 · 1,05 · 1,20, adotados	83.303.099	
D.1	Índices de 0,75 · 0,95 · 1,10	73.551.341	(11,7%)
D.1	Contas de canal não transferidas, 0,60 · 0,85 · 1,05	67.912.041	(18,5%)

O cenário de não transferência das contas de plataforma, examinado no item 2.6.1, foi modelado como retomada mais lenta da trajetória de receita. Os índices adotados nesse cenário constituem arbitramento técnico do subscritor, assim qualificado.

D.2 • A ociosidade do parque, tratada por limiar

A ociosidade não é premissa contínua, e apresentá-la como tal induziria a erro. Ela opera como restrição binária: enquanto a receita projetada couber no teto de capacidade, a magnitude da folga não afeta o valor.

Ociosidade	Teto de receita real (R\$)	Utilização	Situação	Valor (R\$)
25%	120.449.620	100%	Exige expansão	75.359.037
30%	129.053.164	100%	Exige expansão	80.555.646
32,39%	133.615.168	100%	Limiar	83.297.569
35%	138.980.330	96,15%	Viável	83.303.099
40%, adotada	150.562.025	88,75%	Viável	83.303.099
45%	164.249.481	81,35%	Viável	83.303.099

Três dos seis níveis produzem exatamente o mesmo valor. Abaixo de 32,39% a projeção exigiria investimento em expansão, e o valor cai; acima desse patamar, a ociosidade adicional é irrelevante ao resultado.

A leitura que daí decorre é que a premissa de quarenta por cento não precisa ser demonstrada, e sim apenas não ser contrariada em mais de 7,61 pontos percentuais. A questão que a impugnação pode legitimamente colocar não é se o parque tem quarenta por cento de folga, e sim se tem ao menos 32,39%.

D.3 • A reforma da tributação sobre o consumo

O bloco mede uma grandeza só, a parcela da carga sobre o consumo que a operação deixa de repassar ao preço, expressa em fração da receita bruta do canal. O parâmetro é declarado no item 7.8 e adotado em zero.

Bloco	Cenário	Valor (R\$)	Variação
D.3	Um ponto percentual em favor da operação	93.685.057	12,5%
D.3	Deslocamento nulo, regime vigente na data-base, adotado	83.303.099	
D.3	Um ponto percentual em desfavor da operação	72.921.136	(12,5%)

A amplitude de 24,93% decorre da natureza da grandeza, e não da largura do intervalo testado. Deslocamento de carga não é variação de volume: não escala o custo de produção nem a despesa de canal, e recai por inteiro sobre o resultado. Um ponto percentual da receita bruta do canal move o valor apurado em 12,4629%, medida que coincide, ponto a ponto, com a apurada no bloco E.2 para as despesas variáveis do canal.

Os canais pelos quais a reforma alcança o resultado

Dezesseis canais foram examinados, e distribuem-se em cinco situações.

Situação	Canais
Compreendidos neste bloco	Deslocamento da tributação para o destino, alíquota de referência, resíduo tributário próprio, poder de repasse ao preço e efeito sobre a demanda, este último pelo bloco D.1
Mensuráveis e externos à cunha	Crédito imediato sobre o investimento, que eleva o valor em 0,9%, ou R\$ 779 mil, e regime tributário da locação, que move 0,3%, ou R\$ 248 mil
Sem efeito sobre o modelo	Recolhimento segregado no pagamento, porque a necessidade de capital de giro projetada é montada por três componentes, recebíveis, estoque e fornecedores, e não compreende tributos a recolher
De contexto	Crédito sobre o estoque na transição, saldos credores de R\$ 7.324.266 que não integram o perímetro, resíduo de segunda ordem ao longo da cadeia e custo de conformidade
Neutros ou de natureza jurídica	Imposto seletivo, alíquotas reduzidas, devolução personalizada de tributo, tributação de lucros e dividendos, transferência de créditos ao adquirente da unidade e regime aplicável à massa durante a transição

Os cenários em que o efeito se materializa

A adoção do parâmetro em zero repousa em duas apurações: a operação já recolhe ao ente de destino, e a não cumulatividade plena alcança dispêndio hoje não creditável. Cinco situações deslocam o parâmetro em desfavor da operação, e todas são identificáveis por quem acompanhe a transição.

Cenário	Como opera
Assimetria de regime entre concorrentes	Concorrente que migre para o novo regime em condição mais favorável desloca preço relativo, e a operação absorve a diferença em margem

Cenário	Como opera
Extinção de benefício de que concorrentes sejam titulares	O fim de regimes especiais altera o preço relativo do setor, com efeito de sinal dependente de quem os titulariza
Elasticidade do canal de comércio eletrônico	Canal em que o preço final é comparável de modo imediato reduz a extensão do repasse que a operação pode praticar
A janela de 2029 a 2032	A convivência dos dois regimes durante quatro exercícios do horizonte projetado produz carga de transição sem crédito integral correspondente
Alíquota de referência acima da faixa em discussão	A faixa examinada situa-se entre 26,5% e 28,6% por fora. Patamar superior amplia a cunha e reduz a extensão do repasse

O sentido inverso é simétrico e não é hipotético. A não cumulatividade plena sobre dispêndios hoje não creditáveis desloca o parâmetro em favor da operação, e o cenário superior do bloco mede quanto isso vale.

Quanto a benefício fiscal estadual, não se identificou, nos registros examinados, incentivo de que a operação seja titular. As alíquotas efetivas apuradas são compatíveis com o regime ordinário, e a conta de recuperação tributária, de R\$ 2.048.949 em 2024 e R\$ 453.344 em 2025, integra outras receitas, classificadas como resultado não recorrente na ponte do item 6.3 e, por isso, fora da base projetada.

E • Custos e despesas

Bloco	Cenário	Valor (R\$)	Variação
E.1	Custo de produção um ponto percentual superior	75.429.144	(9,5%)
E.2	Despesas de canal na média de 2022 a 2025, 28,43%	73.483.260	(11,8%)
E.3	Sobrecusto de recomposição ausente	84.344.593	1,3%
E.3	Sobrecusto em dobro, 4,0 e 2,0 pontos	82.261.605	(1,3%)
E.4	Crescimento real nulo do componente fixo administrativo	83.945.851	0,8%
E.4	Crescimento real de 2,00%	82.607.184	(0,8%)

A adoção das despesas de canal pela média histórica, em lugar do percentual de 2025, reduziria o valor em 11,8%. O parâmetro adotado é o do exercício mais recente, inferior à média, de modo que a escolha eleva o valor apurado, conforme registrado no item 7.4.

D.4 • O programa de recuperação de dia zero

O programa cobre os bens em operação cuja vida remanescente já se esgotou, a custo de reposição de R\$ 12.025.360. A fração adotada como desembolso inadiável, de cinquenta por

cento, é arbitramento do subscritor: nem todo bem de vida contábil esgotada exige substituição imediata, e nem todo ele opera indefinidamente.

Bloco	Fração inadiável	Desembolso anual (R\$)	Valor da UPI (R\$)	Variação
D.4	25%	601.268	85.916.662	3,1%
D.4	50%, adotada	1.202.536	83.303.099	
D.4	75%	1.803.804	80.689.535	(3,1%)
D.4	100%, substituição integral em cinco anos	2.405.072	78.075.972	(6,3%)

A amplitude do bloco é de 9,4%. **O efeito é linear**, porque o desembolso incide sobre cinco exercícios do horizonte explícito e não alcança a perpetuidade.

F • Capital de giro

Bloco	Cenário	Valor (R\$)	Variação
F.3	Prazo de repasse da plataforma de 10 dias	85.328.066	2,4%
F.3	Prazo de repasse de 13 dias, saldo verificado em 2025	84.113.086	1,0%
F.3	Prazo de repasse de 15 dias, adotado	83.303.099	
F.3	Prazo de repasse de 20 dias	81.278.132	(2,4%)
F.3	Prazo de repasse de 30 dias	77.228.198	(7,3%)
F.1	Ciclo de estoque de 45 dias	85.816.322	3,0%
F.1	Ciclo de estoque de 60 dias, adotado	83.303.099	
F.1	Ciclo de estoque de 110 dias, posição de 2025	74.925.690	(10,1%)
F.2	Prazo de fornecedores de 72,5 dias, Base US	75.727.508	(9,1%)

A posição de 64,3 dias verificada em 31 de maio de 2026, referida no item 6.6, situa-se praticamente sobre o parâmetro adotado.

O prazo de repasse de quinze dias é o único parâmetro do giro apurado fora dos registros do perímetro. A posição de clientes ao encerramento de 2025 equivale a 13,1 dias de receita bruta, o que o corrobora por caminho independente. A sensibilidade mede o que a divergência valeria.

G • Atividade de locação

Bloco	Cenário	Valor (R\$)	Variação
G.1	Atividade de locação incluída na conclusão, adotado	83.303.099	
G.1	Atividade de locação excluída	71.247.435	(14,5%)

Os contratos de locação não integram os elementos examinados, e o item 2.2.1 registra a condicionante. A sensibilidade mede o efeito integral da hipótese de que a relação não subsista após a alienação.

12.4 Hierarquia das sensibilidades

Posição	Bloco	Premissa	Amplitude
1	D.1	Índices de normalização da receita	30,2%
2	B.5	Custo da dívida, observado ou sintético	25,0%
3	D.3	Reforma tributária, deslocamento de +/- 1 p.p	24,9%
4	B.4	Prêmio de tamanho, de zero a três pontos	20,6%
5	B.6	Conjunto de comparáveis	17,1%
6	C.2	Remuneração da administração, de zero a 1,50%	14,6%
7	G.1	Atividade de locação, com ou sem	14,5%
8	C.1	Provisão de perdas, de zero a 1,13%	14,1%
9	F.1	Ciclo de estoque, de 45 a 110 dias	13,1%
10	E.2	Despesas variáveis do canal	11,8%
11	B.1	Prêmio de risco de mercado	11,0%
12	F.3	Prazo de repasse da plataforma, de 10 a 30 dias	9,7%
13	D.2	Capacidade instalada, abaixo do limiar	9,5%
14	E.1	Custo de produção, mais um ponto	9,5%
15	D.4	Programa de recuperação, de 25% a 100%	9,4%
16	F.2	Prazo de fornecedores	9,1%
17	C.3	Honorários de pessoas jurídicas	7,2%
18	E.3	Sobrecusto de recomposição	2,5%
19	B.2	Taxa livre de risco	2,0%
20	E.4	Crescimento real do componente fixo	1,6%
21	B.3	Prêmio de risco-país	1,3%
22	A.2	Crescimento empregado na razão de regime estacionário	0,3%

Onze premissas produzem efeito superior a dez por cento, e onze produzem efeito inferior. A dispersão é ampla: a premissa de maior efeito supera a de menor efeito em cem vezes.

As posições 2 e 3 estão separadas por vinte e seis milésimos de ponto percentual, 24,95% contra 24,93%, e devem ser lidas como equivalentes: a ordem entre elas não exprime precedência.

Duas leituras decorrem da hierarquia, e a segunda é a que importa ao contraditório.

As premissas de maior efeito são as de fundamentação mais extensa. Os índices de receita constam do item 7.2, o conjunto de comparáveis do item 8.2, a remuneração da administração do item 7.5 e a provisão de perdas do item 7.4.

Duas das cinco primeiras posições são parâmetros que este laudo decidiu não alterar. O custo da dívida, em segundo lugar com 25,0%, foi mantido na série observada apesar da anomalia que produz. O prêmio de tamanho, em quarto lugar com 20,6%, não foi adotado por ausência de fonte. Quem discorde de qualquer das duas decisões encontra aqui a medida exata do que ela vale, e as duas operam em sentidos opostos sobre o resultado.

12.5 Cenário combinado adverso

A leitura isolada de cada sensibilidade não mede o efeito de sua ocorrência simultânea. O quadro abaixo compõe as premissas adversas em conjunto.

Premissa	Adotado	Cenário adverso
Prêmio de risco de mercado	Implícito, 4,20%	Histórico, 5,48%
Custo de capital resultante	13,7911%	14,9197%
Crescimento perpétuo	5,1500%	4,50%
Provisão de perdas com créditos	0,50%	1,13%
Remuneração da administração	0,75%	1,50%
Ciclo de estoque	60 dias	110 dias
Despesas variáveis do canal	27,48%	28,43%
Sobrecusto de recomposição	2,0 e 1,0 pontos	4,0 e 2,0 pontos
Valor da UPI (R\$)	83.303.099	43.997.473

São sete parâmetros alterados simultaneamente, e o custo de capital comparece como resultante do primeiro deles, e não como alteração autônoma. O valor resultante é 47,18% inferior ao adotado.

O cenário não constitui previsão, e não é ponderado por probabilidade alguma. Sua função é única e declarada: demonstrar que o valor adotado não constitui limite superior do intervalo defensável, e sim posição construída sobre parâmetros individualmente fundamentados, cada um dos quais admite leitura mais adversa sem deixar de ser defensável.

A ocorrência simultânea das sete alterações é, ela própria, hipótese de baixa verossimilhança, uma vez que as premissas não são correlacionadas entre si. O quadro mede um limite, e não um cenário esperado.

12.6 Síntese

Verificação	Resultado
Múltiplos implícitos contra referências setoriais	Abaixo em todas as linhas e nas duas bases
Participação do valor terminal	51,2% e 43,0%, abaixo do limiar de 65%

Fator de alocação do preço	71,86%, restrição respeitada
Margem na perpetuidade	13,60%, inferior à margem verificada de 14,66%
Ociosidade do parque	Restrição binária, com limiar em 32,39%
Premissas com efeito superior a dez por cento	Onze, todas com fundamentação desenvolvida
Cenário combinado adverso	R\$ 43.997.473, com sete parâmetros adversos simultâneos

O valor apurado é internamente consistente, externamente conservador quando confrontado com referências setoriais, e sensível a um conjunto identificado de premissas, todas quantificadas e fundamentadas.

O confronto entre este resultado e a alienação dos bens individualmente considerados constitui objeto do Capítulo 13.

CAPÍTULO 13. CENÁRIOS DE ALIENAÇÃO E LIMIAR DE INVERSÃO

Este é o capítulo de destino do laudo. Nele o valor apurado é confrontado com a alternativa que a lei manda considerar em último lugar, a alienação dos bens individualmente considerados.

O confronto é feito **por limiar**. Em lugar de arbitrar o produto esperado da alienação atomizada e subtraí-lo do valor apurado, apura-se o patamar de realização a partir do qual a comparação se inverteria. **Este item é o domicílio do limiar de inversão**, e os Capítulos 01 e 14 a ele remetem.

13.1 A comparação exigida pela lei

O art. 140 estabelece ordem de preferência para a realização do ativo. A alienação da empresa com seus estabelecimentos em bloco precede a alienação de unidades produtivas isoladas, que precede a alienação dos bens em bloco por estabelecimento, que precede a alienação dos bens individualmente considerados.

A ordem repousa em presunção econômica: a de que o conjunto organizado vale mais do que a soma das partes desorganizadas. Este capítulo estabelece a condição sob a qual a presunção se confirma no caso concreto.

Alternativa	O que se aliena	O que se mede
Alienação como unidade produtiva isolada	Conjunto organizado, em funcionamento, com operação, canal e reputação	Valor econômico da operação em continuidade, apurado no Capítulo 11
Alienação dos bens em separado	Imóveis, máquinas e estoques, individualmente	Produto esperado da venda forçada, em prazo comprimido, a compradores dispersos

13.2 Por que a avaliação patrimonial não supre a segunda medida

O produto esperado da alienação dos bens em separado **não integra o escopo deste laudo**. Constitui trabalho técnico de natureza própria, distinto tanto da avaliação econômica quanto da avaliação patrimonial que acompanha este trabalho.

Três razões impedem que a avaliação patrimonial supra essa medida.

1. **O padrão de valor é outro.** A avaliação patrimonial apura custo de reprodução depreciado, isto é, quanto custaria repor os ativos. A liquidação forçada apura o produto de sua venda. Custo de reposição e preço de realização são grandezas

distintas, e a segunda é substancialmente inferior à primeira em mercado de bens usados de uso específico.

2. **A premissa é oposta.** O laudo patrimonial declara expressamente que os valores objetivam o uso na continuidade operacional, e não a liquidação ou venda, e que as máquinas foram avaliadas na premissa de aquisição destinada à operação no mesmo local em que se encontram. Afasta, portanto, exatamente a hipótese que a liquidação pressupõe.
3. **As condições de mercado são adversas em grau específico neste caso.** O ativo imobiliário é complexo industrial de uso específico, edificado e ampliado conforme as necessidades produtivas da própria empresa, situado em imóvel classificado como rural, em município de aproximadamente 2.600 habitantes cuja economia se vincula à vitivinicultura. O parque de máquinas apresenta idade aparente média de 17,0 anos e vida útil consumida em 75,5%. Alienados em separado, esses ativos não encontram no mercado local o comprador que a continuidade da operação pressupõe.

Registra-se, por isso, que o adquirente da unidade produtiva isolada é, em termos econômicos, o comprador natural do imóvel fabril, e que a alienação atomizada dissolveria simultaneamente o valor da operação e a demanda pelo próprio imóvel.

13.3 A forma do confronto

Duas formas de comparação estavam disponíveis, e a escolha entre elas é declarada.

1. **A primeira consistiria em arbitrar frações do valor patrimonial** como estimativa do produto da alienação atomizada, e apresentar a diferença entre o valor apurado e essas frações. A forma foi examinada e não adotada. Ela exigiria fixar percentual para o qual não há fonte no conjunto de elementos examinado, e a diferença resultante seria construída sobre premissa do subscritor, e não sobre grandeza apurada. Apresentá-la ao juízo como quantificação da preferência legal atribuiria a um arbitramento a aparência de medição.
2. **A segunda, adotada, inverte a pergunta.** Em lugar de estimar o que a alienação atomizada produziria, apura-se o patamar a partir do qual ela superaria a alienação como unidade produtiva isolada. O resultado é uma grandeza verificável, que decorre inteiramente de valores apurados neste laudo e na avaliação patrimonial, e que não depende de arbitramento algum.

A forma tem três consequências, todas declaradas.

Dispensa parâmetro sem fonte. Devolve ao juízo grandeza que ele pode confrontar com sua própria experiência em alienações judiciais, em lugar de uma diferença cuja construção teria de aceitar. E deixa o confronto estruturado para receber avaliação de liquidação forçada sobrevinda, na forma do item 13.6.

13.4 A base de referência dos ativos do perímetro

O limiar exprime-se como percentual de uma base, e a base precisa ser declarada com precisão.

Componente	R\$
Avaliação patrimonial dos imóveis e dos bens móveis	110.213.509
(+) Estoques transferidos, elegíveis	6.581.376
(=) Base de referência dos ativos do perímetro	116.794.885

A base compreende os mesmos ativos que a alienação atomizada realizaria, medidos pelo custo de reprodução depreciado que a avaliação patrimonial apura, acrescidos da posição de estoques. É essa a razão de o estoque integrá-la: ele compõe o perímetro alienado e seria igualmente objeto de realização na alternativa atomizada.

A base não é valor de liquidação, e este laudo não a apresenta como tal. Ela é a régua contra a qual o limiar se exprime, e a sua natureza é a que o item 13.2 descreve.

13.5 O limiar de inversão

Base de comparáveis	Valor da UPI (R\$)	Limiar de inversão
Global, adotada como referência principal	83.303.099	71,32%
Norte-americana, sensibilidade	97.568.262	83,54%

A alienação como unidade produtiva isolada supera a alienação dos bens individualmente considerados sempre que esta última realize menos de 71,32% do valor de referência dos ativos que compõem o perímetro.

A aferição de se a alienação atomizada alcançaria esse patamar demanda avaliação de liquidação forçada, que não integra o escopo deste laudo e cuja realização se recomenda no item 13.8.

O que o limiar diz, e o que não diz

1. **O limiar não afirma que a alienação atomizada realizaria menos de 71,32%.** Essa é a questão que ele coloca, e não a que responde. O que ele estabelece é o critério pelo qual a questão se decide, e a grandeza exata que a decide.
2. **O limiar não depende de premissa alguma deste laudo além das que produzem o valor apurado.** Ele é o quociente entre duas grandezas: o valor da unidade em continuidade, apurado no Capítulo 11, e a base de referência do item 13.4. Alterada qualquer premissa da avaliação, o limiar se desloca na mesma proporção, e o Capítulo 12 mede esse deslocamento.
3. **O limiar é mais exigente na Base US.** Naquele cenário, o valor apurado é superior e, por consequência, a alienação atomizada precisaria realizar 83,54% da base de referência para igualá-lo. A Base Global, adotada como principal, é a que produz o limiar mais baixo e, portanto, a comparação mais desfavorável à conclusão deste laudo.

13.6 A estrutura para receber avaliação sobrevivida

Sobrevindo avaliação de liquidação forçada dos bens em separado, o confronto se completa pela substituição do valor ali apurado nesta comparação, sem que nada mais neste laudo se altere.

Se a avaliação de liquidação apurar	Conclusão
Valor inferior a R\$ 83.303.099	A alienação como unidade produtiva isolada é superior, na Base Global
Valor superior a R\$ 83.303.099	A alienação atomizada é superior, na Base Global, e a preferência do art. 140 cede à demonstração econômica

A estrutura é a razão pela qual este capítulo não arbitra fração alguma. Um número arbitrado precisaria ser retirado e substituído; um limiar apenas recebe o valor que sobrevier.

13.7 O risco de execução sob nova titularidade

O valor apurado pressupõe que a operação se sustente sob a titularidade do adquirente. Essa premissa não é certeza, e o seu tratamento é declarado.

O risco de execução é condicionante do resultado, e não redutor do valor. As duas alternativas de tratá-lo como redutor foram examinadas e afastadas no item 3.6: embuti-lo na taxa de desconto produziria dupla penalização e tornaria opaco cenário que deve ser examinável, e ponderá-lo por probabilidade pressuporia valor de liquidação que este laudo não apura, produzindo número que não mede a unidade em continuidade nem o produto da alienação atomizada.

A condicionante articula-se ao perfil do adquirente. As restrições que a alienação extingue, examinadas no item 7.2, são de natureza financeira, e sua remoção é condição necessária, e não suficiente, da trajetória projetada. A trajetória pressupõe adquirente com capacidade de execução em operação industrial e em comércio eletrônico, e com capital para sustentar a recomposição do giro e o programa de recuperação do parque, dimensionados nos Capítulos 09 e 10.

Daí decorre consequência prática para o procedimento, desenvolvida no item 14.6: a amplitude e a qualidade da divulgação determinam o conjunto de interessados aptos a atender a essa condição, e produzem, por essa via, efeito econômico direto sobre o produto da alienação.

13.8 Recomendação quanto à apuração do valor de liquidação

Recomenda-se a realização de avaliação de liquidação forçada dos bens em separado, por profissional habilitado, previamente à publicação do edital.

A recomendação tem alcance delimitado e é a única diligência que este capítulo aponta como capaz de substituir critério por medição. O limiar apurado no item 13.5 estabelece a pergunta; a avaliação sobrevinda a responde.

Registre-se que a diligência não é condição de validade da conclusão deste laudo, que apura o valor da unidade em continuidade e o submete ao juízo com essa delimitação. Ela é condição para que o confronto do art. 140 se complete com duas grandezas medidas, em lugar de uma medida e um limiar.

13.9 Síntese

Elemento	Resultado
Valor da unidade produtiva isolada, Base Global	R\$ 83.303.099
Base de referência dos ativos do perímetro	R\$ 116.794.885
Limiar de inversão, Base Global	71,32%
Limiar de inversão, Base US	83,54%
Produto esperado da alienação atomizada	Não apurado.
Risco de execução sob nova titularidade	Condicionante declarada, item 13.7

A preferência legal pela alienação da empresa em bloco, no caso examinado, tem critério econômico verificável. Ela se confirma sempre que a realização atomizada dos mesmos ativos fique abaixo de 71,32% do respectivo valor de referência, e o exame dessa condição, com a medida que a decide, é o que este laudo submete ao juízo.

CAPÍTULO 14. CONCLUSÃO E PARÂMETROS DE NEGOCIAÇÃO

14.1 Conclusão de valor

Com fundamento nos exames, apurações e cálculos consignados nos capítulos precedentes, conclui-se que o valor da unidade produtiva isolada constituída a partir do patrimônio consolidado das sociedades falidas, na data-base de 31 de julho de 2026, é o valor em continuidade operacional apurado abaixo.

Componente	Base Global (R\$)	Base US (R\$)
Atividade operacional	64.666.060	78.911.088
Atividade de locação	12.055.663	12.075.799
Estoque transferido, elegível	6.581.376	6.581.376
(=) Valor da unidade produtiva isolada	83.303.099	97.568.262

O valor da unidade produtiva isolada, em continuidade operacional, situa-se na faixa de R\$ 83,3 milhões a R\$ 97,6 milhões, adotada como referência principal a Base Global de comparáveis.

A apresentação em faixa decorre de que a escolha entre os dois conjuntos de comparáveis constitui juízo técnico legítimo em ambos os sentidos, e de que apresentar valor único exigiria escolher em silêncio entre eles. Valor único sugeriria, além disso, precisão que o método não comporta.

A conclusão é o valor em continuidade, e não valor ponderado por probabilidade alguma. O risco de que a continuidade não se verifique é declarado como condicionante do resultado, na forma do item 13.7, e o confronto com a alienação dos bens individualmente considerados é feito por limiar, na forma do item 13.5. As razões dessa construção constam do item 3.6.

14.2 As quatro proposições que a conclusão sustenta

1. **A operação é viável e o demonstrou sob a mais adversa das condições.** A receita combinada multiplicou-se por 4,20 vezes entre 2021 e 2025, com crescimento anual composto de 43,2%, integralmente no curso da recuperação judicial, sob restrição de crédito e com fornecedores exigindo condições agravadas. O resultado operacional recorrente de 2025 foi de R\$ 13,3 milhões, com margem de 14,66%, e a economia industrial da operação é praticamente coincidente com a referência setorial norte-americana quando comparada sobre base equivalente.
2. **A desproporção está na estrutura de obrigações, e não na operação.** O exigível apurado nas duas sociedades operacionais alcança R\$ 272,1 milhões, equivalentes a

19,3 vezes o resultado do exercício. A dívida financeira onerosa responde por apenas 1,7% desse total, situando-se em 0,33 vez o resultado, abaixo do padrão setorial. O endividamento é composto por tributos e encargos trabalhistas não recolhidos, créditos habilitados e adiantamentos de clientes. O plano de recuperação foi submetido à assembleia geral de credores e rejeitado, sobrevivendo a convolação em falência.

3. **A unidade produtiva isolada é o instrumento que separa uma coisa da outra.** A não sucessão do arrematante nas obrigações do falido permite que a operação seja transferida sem o passivo que a onera, e a consolidação substancial permite que os ativos de sociedades formalmente distintas componham um conjunto único.
4. **A preferência legal tem critério econômico verificável.** A alienação como unidade produtiva isolada supera a alienação dos bens individualmente considerados sempre que esta última realize menos de 71,32% do valor de referência dos ativos que compõem o perímetro, apurado em R\$ 116.794.885. A aferição desse patamar demanda avaliação de liquidação forçada, recomendada no item 14.6.

14.3 As condições que sustentam a conclusão

O valor apurado pressupõe as condições abaixo. Sua alteração material exige revisão do trabalho.

Condição	Natureza	Se não se verificar
Continuidade da operação sob a titularidade do adquirente	Execução	Condicionante declarada no item 13.7. Pressupõe adquirente com capacidade de execução industrial e em comércio eletrônico, e com capital para a recomposição do giro e o programa de recuperação
Adquirente não incidente nas hipóteses do art. 141, §1º	Jurídica	A não sucessão não opera, e o valor apurado não se aplica
Transferência da marca com a unidade	Jurídica e operacional	Item 2.6.2. A operação perderia a designação sob a qual construiu sua posição comercial
Transferência ou preservação da conta de plataforma	Operacional	Sensibilidade apurada: redução de 18,5% no valor, bloco D.1 do item 12.3
Continuidade dos contratos de locação	Contratual	Afeta 14,47% do valor apurado, bloco G.1 do item 12.3
Inexistência de passivo ambiental material	Ambiental	Obrigação <i>propter rem</i> , não alcançada pela não sucessão. O valor é anterior a qualquer dedução a esse título, e o laudo não se pronuncia sobre sanções administrativas
Regularidade registral dos imóveis e ausência de gravames	Jurídica	Verificação a cargo do juízo e dos interessados

Condição	Natureza	Se não se verificar
Confirmação dos valores da avaliação patrimonial em sua versão definitiva	Técnica	Item 10.1. Alteração exige revisão da base de depreciação e do dimensionamento do reinvestimento
Manutenção da operação em funcionamento até a alienação	Operacional	Ver item 14.5

14.4 Parâmetros para a negociação

Os elementos abaixo destinam-se a subsidiar a atuação da administração judicial e a informar os interessados na aquisição. Não constituem fixação de preço, matéria reservada ao juízo.

14.4.1 Referências de valor

Referência	Valor (R\$)	Observação
Valor da unidade em continuidade	83.303.099 a 97.568.262	Capítulo 11
Base de referência dos ativos do perímetro	116.794.885	Avaliação patrimonial acrescida dos estoques, item 13.4
Avaliação patrimonial dos imóveis e bens móveis	110.213.509	Não constitui piso de arrematação. Ver item 10.1
Produto esperado da alienação dos bens em separado	Não apurado	Diligência recomendada no item 14.6

A referência economicamente pertinente à decisão sobre a modalidade de alienação é o limiar do item 13.5. Enquanto a alienação atomizada dos mesmos ativos realizar menos de 71,32% de sua base de referência, a alienação como unidade produtiva isolada é a que maximiza o produto em benefício da coletividade de credores.

14.4.2 Estrutura da alienação

A escolha entre as duas estruturas examinadas no item 2.6.1 constitui parâmetro de negociação.

Estrutura	Vantagem	Contrapartida
Unidade constituída por bens e direitos	Não sucessão em sua plenitude	Transferência da conta de plataforma sujeita às regras contratuais do operador
Unidade compreendendo as quotas da sociedade de canal	Preservação do cadastro nacional de pessoa jurídica, da conta de plataforma e da reputação acumulada	Alcance da não sucessão nessa modalidade demanda pronunciamento jurídico específico

Este laudo não quantifica o diferencial de valor entre as duas estruturas, e não recomenda nenhuma delas. A mensuração pressupõe resolvida a questão jurídica precedente, e a definição do alcance da não sucessão na alienação que compreenda quotas é matéria da competência do juízo. Apresentar cifra antes disso atribuiria a um parâmetro de negociação a aparência de grandeza apurada.

14.4.3 Elementos a enumerar no edital

Elemento	Razão
Marca, com identificação do registro	Titulada por sociedade da consolidação. A enumeração expressa assegura sua transferência com a unidade, conforme item 2.6.2
Contas de plataforma e ativos digitais associados	Sustentam 90,9% da receita e a posição comercial, com concentração na plataforma principal
Relação analítica dos bens móveis	1.908 itens avaliados individualmente, com distinção entre os 1.871 em operação e os 37 fora de operação, estes segregados em dois grupos no item 10.3
Estoques, com cláusula de ajuste	Integram o perímetro e compõem o valor como parcela própria, no montante de R\$ 6.581.376 apurado em 31 de maio de 2026
Posição de locador nos contratos de locação vigentes	Corresponde a 14,47% do valor apurado
Ambos os imóveis, matrículas 44.864 e 47.151	A avaliação foi realizada em conjunto, sem demarcação individualizada

A cláusula de ajuste do estoque merece redação expressa. A posição de R\$ 6.581.376 é a de 31 de maio de 2026 e move-se até a data da transferência. O instrumento deve prever apuração da posição efetiva naquela data, restrita aos itens elegíveis na forma do item 11.1, com ajuste do preço na exata medida da diferença, para mais ou para menos.

14.4.4 Elementos de valor não incorporados

Os elementos abaixo existem, são identificáveis, e **não** foram computados no valor apurado. Constituem margem disponível ao adquirente e podem ser mobilizados na negociação.

Elemento	Magnitude
Bens móveis fora de operação com vida remanescente positiva	R\$ 3.542.513 de valor de mercado, dezesseis itens, item 10.3
Bens móveis fora de operação com vida esgotada	R\$ 1.438.213 de valor de mercado, vinte e um itens, cuja segregação no edital se recomenda
Capacidade ociosa acima do requerido pela projeção	A projeção emprega 88,75% do teto no último exercício, contra ociosidade mínima requerida de 32,39%
Ganho decorrente de gestão superior do adquirente	Não reconhecido por decisão metodológica, item 7.2
Escalonamento para turno adicional	Não demanda aquisição de máquinas. Demanda contratação, supervisão e capital de giro
Atualização monetária do valor patrimonial	Adotado sem correção desde 31 de maio de 2026

Dois desses elementos exigem precisão quanto ao seu alcance, para que não sejam lidos como maiores do que são.

1. **A capacidade ociosa e o turno adicional são grandezas distintas.** A projeção cabe integralmente na capacidade da operação como hoje existe, em turno único: a receita real do décimo exercício alcança 88,75% desse teto, e nenhum exercício do horizonte explícito o atinge. O escalonamento para um segundo turno é o que permitiria ultrapassá-lo, aproximadamente dobrando a capacidade, e nenhuma linha da projeção o pressupõe nem o remunera.
2. **O crescimento da perpetuidade, contudo, está pago.** O fluxo terminal reinveste 32,7038% do resultado, ou R\$ 4.694.801, dos quais R\$ 2.869.305 se explicam pela reposição do parque. Os R\$ 1.825.496 restantes, que o teste de coerência do item 9.6 exhibe como diferença a explicar, são o reinvestimento de expansão que o crescimento de 5,15% ao ano exige. Esse crescimento é sustentado por reinvestimento genérico, e não pelo segundo turno.

14.4.5 A distribuição do preço por classe de ativo

A alocação do preço adotada neste laudo distribui o saldo proporcionalmente entre as classes depreciables, na forma do item 11.4, e a convenção é declarada como conservadora do subscritor.

A distribuição efetivamente consignada no instrumento de alienação produz efeito tributário próprio para o adquirente, porque classes de vida fiscal mais curta antecipam o escudo fiscal. O efeito é medido e não integra o valor apurado.

Cenário de distribuição	Valor presente do escudo fiscal (R\$)
Proporcional entre as classes depreciáveis, adotada	8.284.438
Valor de referência integral às classes de vida curta, saldo às edificações	8.831.570
Efeito máximo da distribuição por classe	547.132

A apuração emprega as bases de referência do item 10.4, as alíquotas fiscais de cada classe, a alíquota tributária de 34% e os fatores de desconto do item 9.5, com reconhecimento de cinco doze avos no primeiro período. O montante é limite superior, e não estimativa: pressupõe distribuição que atribua às classes de vida curta a integralidade de seus valores de referência.

O elemento é apresentado como informação ao adquirente e à administração judicial, e não altera o valor apurado nem constitui recomendação quanto à redação do instrumento, cuja definição envolve matéria tributária que extrapola o escopo deste laudo.

14.4.6 Exigências de caixa do adquirente

Exigência	Tratamento
Recomposição do capital de giro	Já deduzida do fluxo. O giro em regime é negativo em 2,43% da receita
Programa de recuperação do parque	Já deduzido do fluxo. R\$ 1.202.536 por ano, por cinco anos
Sobrecusto de recomposição da cadeia de fornecimento	Já deduzido do fluxo. Dois pontos percentuais no primeiro ano e um no segundo
Investimento de manutenção	Já deduzido do fluxo. R\$ 5.654.689 por ano no período explícito
Remuneração da administração	Já deduzida do fluxo. 0,75% da receita operacional
Ajuste adicional ao valor	Nenhum

O valor apurado é líquido de todas as exigências de investimento, de giro e de estrutura identificadas. Nenhum ajuste adicional ao valor é devido a esses títulos.

14.5 O fator tempo

Este item é dirigido especificamente à administração judicial e a este d. Juízo, e decorre de observação apurada, não de conjectura.

O valor da unidade produtiva isolada não é estável no tempo, e sua erosão é assimétrica: deteriora-se com a paralisação e não se recompõe integralmente com a retomada.

Evidência apurada	Fonte
Os estoques reduziram-se 41,8% entre 31 de dezembro de 2025 e 31 de maio de 2026, de R\$ 11.311.299 para R\$ 6.581.376	Item 6.6
O parque produtivo apresenta 75,5% da vida útil consumida, e vinte e um itens fora de operação já têm vida remanescente esgotada	Itens 10.3 e 10.6
A posição comercial em plataforma depende de operação ativa, de cumprimento de prazo de entrega e de qualidade de atendimento, todos indicadores mensurados continuamente pelo operador	Item 5.3
O conhecimento operacional reside em equipe cuja permanência depende da continuidade da atividade	Item 13.7

Dos quatro elementos, três se degradam de forma irreversível com a paralisação prolongada. A reputação de plataforma, uma vez perdida a classificação de vendedor, exige reconstrução que os indicadores do próprio operador medem em prazo de meses. A equipe, uma vez dispersa, não se reconstitui.

Disso decorre que a celeridade do procedimento de alienação não é conveniência processual: é elemento de preservação de valor. Cada período de paralisação reduz o valor em continuidade e aproxima o resultado do patamar em que o limiar do item 13.5 se inverteria.

14.6 Recomendações

#	Recomendação	Fundamento
1	Apuração técnica do produto esperado da alienação forçada dos bens em separado	Completa o confronto do art. 140 com duas grandezas medidas, item 13.8
2	Verificação da titularidade do registro da marca perante o Instituto Nacional da Propriedade Industrial, previamente à publicação do edital	Item 2.6.2
3	Obtenção dos contratos de locação, quanto a prazo, reajuste, encargos e vigência após a alienação	Sustentam 14,47% do valor, item 2.2.1
4	Pronunciamento jurídico quanto ao alcance da não sucessão na alienação que compreenda quotas	Condiciona a escolha entre as duas estruturas, item 14.4.2
5	Levantamento do passivo ambiental, dada a extensão das Áreas de Preservação Permanente identificadas	35,8% da gleba, obrigação não alcançada pela não sucessão, item 2.3.3
6	Retificação, junto ao avaliador patrimonial, da indicação de comarca do registro imobiliário e da razão social da proprietária, previamente à formalização da versão definitiva	Elementos formais do laudo que acompanha este trabalho
7	Segregação, no edital, dos vinte e um bens fora de operação com vida remanescente esgotada	Evita que o instrumento os apresente como capacidade produtiva disponível, item 10.3
8	Divulgação dirigida a operadores do setor moveleiro e a investidores com capacidade de execução em comércio eletrônico	Item 13.7

A oitava recomendação merece registro destacado. O perfil do adquirente é a condicionante de que depende a continuidade da operação sob nova titularidade, e a amplitude e a qualidade da divulgação do procedimento determinam o conjunto de interessados aptos a atendê-la. A divulgação produz, por essa via, efeito econômico direto sobre o produto da alienação.

14.7 Encerramento

O presente laudo foi elaborado com observância das normas técnicas de referência indicadas no Capítulo 04, mediante exame dos elementos relacionados no item 4.3, e sob as premissas e condicionantes ali declaradas.

Todas as premissas empregadas possuem origem declarada, e cada uma encontra-se classificada, no quadro 7.10, como medida, derivada, externa, definida ou arbitrada. Os parâmetros externos são verificáveis nas fontes indicadas, e a cadeia de cálculo do custo de capital é reproduzível a partir dos insumos apresentados no Capítulo 08.

A responsabilidade técnica pelo conteúdo é integral do subscritor, nos termos do item P.9 da Parte Preliminar. A avaliação patrimonial que acompanha este laudo é de autoria de terceiro identificado, e a responsabilidade técnica por seu conteúdo permanece com o respectivo subscritor.

O subscritor permanece à disposição deste d. Juízo, da administração judicial e dos demais interessados para os esclarecimentos que se façam necessários e para as revisões que a instrução processual venha a exigir.

CAPÍTULO 15. GLOSSÁRIO

15.1 Glossário

O laudo destina-se a leitores de formação jurídica e de formação empresarial. As definições abaixo estão organizadas em dois blocos, e o critério de inclusão é o emprego efetivo do termo no corpo do trabalho.

15.1.1 Termos de avaliação econômica

Termo	Definição
Base de depreciação	Valor sobre o qual se calcula a despesa de depreciação dedutível. Na aquisição, corresponde ao custo pago pelos ativos, e não ao registro contábil do alienante
Beta	Medida da sensibilidade do retorno de um ativo às variações do mercado em que se insere. Beta igual a um indica volatilidade equivalente à do mercado
Beta desalavancado	Beta que reflete apenas o risco do negócio, expurgado o efeito da estrutura de capital. Também denominado beta do ativo
Beta realavancado	Beta reconstituído sob determinada estrutura de capital e determinada alíquota tributária. Reintroduz o risco financeiro
Capitalização de Gordon	Fórmula que apura o valor presente de fluxo perpétuo com crescimento constante, dividindo o fluxo do primeiro período pela diferença entre a taxa de desconto e a taxa de crescimento
Custo médio ponderado de capital	Média das remunerações exigidas por credores e por acionistas, ponderada pela participação de cada fonte na estrutura de capital. Constitui a taxa de desconto do fluxo de caixa livre para a firma
Escudo fiscal	Redução da carga tributária decorrente da dedutibilidade de determinada despesa. Neste laudo, refere-se ao efeito da depreciação sobre o imposto devido
Estrutura de capital-alvo	Proporção entre capital de terceiros e capital próprio que uma empresa do setor sustentaria em condições normais, distinta da proporção efetivamente observada
Fluxo de caixa livre para a firma	Caixa gerado pela operação, após tributos e investimentos, disponível à remuneração de credores e acionistas em conjunto. Independe da estrutura de capital
Múltiplo implícito	Relação entre o valor apurado e uma medida de resultado ou de receita, empregada para confrontar o resultado com referências de mercado
Necessidade de capital de giro	Recursos exigidos pelo ciclo operacional, apurados pela diferença entre aplicações de curto prazo, tais como recebíveis e estoques, e fontes de curto prazo, tais como fornecedores. Pode ser negativa
Período parcial	Fração de exercício compreendida entre a data-base da avaliação e o encerramento do exercício civil correspondente
Perpetuidade	Período posterior ao horizonte de projeção explícita, no qual se admite comportamento estável do fluxo, com crescimento constante
Prêmio de risco de mercado	Retorno adicional exigido por investir em ações em lugar de ativo livre de risco

Termo	Definição
Prêmio de risco-país	Retorno adicional exigido em razão do risco associado à jurisdição em que a operação se realiza
Razão de regime estacionário	Relação entre depreciação e investimento de manutenção em perpetuidade com crescimento, inferior à unidade porque as safras antigas de investimento são menores que as recentes. Neste laudo integra o teste de coerência do item 9.6, e não o cálculo do valor terminal
Fator de alocação	Percentual do valor de referência dos ativos depreciáveis que o preço de aquisição comporta, apurado no item 11.4. Inferior à unidade quando os valores de referência excedem o preço
Receita fabril equivalente	Receita da operação deduzida das despesas de comercialização direta ao consumidor, empregada para tornar comparável a economia industrial da operação com a de fabricantes que vendem no atacado
Retorno marginal sobre o capital	Retorno que a aplicação adicional de capital produz em regime perpétuo. Compõe, com a taxa de reinvestimento, a identidade que determina o crescimento perpétuo, no item 3.5
Taxa de reinvestimento	Parcela do resultado operacional líquido de tributos reaplicada na operação. É grandeza calculada pela razão entre o crescimento perpétuo e o retorno marginal, e nunca parâmetro de entrada
Taxa livre de risco	Retorno de ativo considerado sem risco de inadimplência, adotado como piso do custo de capital
Valor terminal	Parcela do valor correspondente ao período posterior à projeção explícita
Limiar de inversão	Percentual do valor de referência dos ativos do perímetro a partir do qual a alienação dos bens individualmente considerados superaria a alienação como unidade produtiva isolada. Apurado no item 13.5
Reserva potencial	Bem fora de operação a que a avaliação técnica reconhece vida útil remanescente por consumir. A qualificação não afirma reativação nem viabilidade econômica dela, conforme item 10.3

15.1.2 Termos jurídicos e de avaliação patrimonial

Termo	Definição
Consolidação substancial	Reunião dos patrimônios ativos e passivos de sociedades distintas em massa única, com extinção das relações jurídicas recíprocas e concurso de credores sobre acervo unificado
Convolação	Conversão da recuperação judicial em falência, decorrente, entre outras hipóteses, da rejeição do plano pela assembleia geral de credores ou de seu descumprimento
Créditos quirografários	Créditos sem garantia real e sem privilégio legal, satisfeitos após as classes preferenciais
Custo de reprodução depreciado	Custo de repor o bem por outro de mesmas características, deduzida a depreciação decorrente da idade e do estado de conservação. Mede custo de reposição, e não preço de realização
Grau de fundamentação	Classificação normativa da profundidade da avaliação patrimonial, apurada pelo atendimento a requisitos de vistoria, de fontes e de tratamento de dados
Massa falida	Universalidade constituída pelo patrimônio do devedor após a decretação da falência, administrada em benefício da coletividade de credores

Termo	Definição
Não sucessão	Regra segundo a qual o arrematante de ativos em processo falimentar não responde pelas obrigações do devedor, inclusive tributárias, trabalhistas e decorrentes de acidentes de trabalho
<i>Propter rem</i>	Obrigação que adere ao bem e acompanha quem o detenha, independentemente do título de aquisição. Aplica-se às obrigações de natureza ambiental
Preço de transferência	Preço praticado em operações entre sociedades sob controle comum. Não afeta o resultado combinado, mas determina a distribuição do resultado entre as entidades
Unidade produtiva isolada	Conjunto organizado de bens, direitos e ativos, tangíveis ou intangíveis, apto ao exercício de atividade empresarial, alienável como universalidade em processo de recuperação ou de falência
Valor de liquidação forçada	Produto esperado da venda de bens em prazo comprimido, sem a possibilidade de aguardar o comprador que melhor os remunere. Grandeza não apurada neste laudo, que a refere apenas como termo do limiar do item 13.5 e cuja apuração recomenda

15.2 Nota sobre reprodutibilidade

Os cálculos deste laudo são reproduzíveis a partir dos elementos apresentados.

A cadeia de custo de capital do Capítulo 08 é reconstituível pelas fórmulas ali explicitadas a partir dos oito insumos externos do item 8.1. A projeção do Capítulo 09 é reconstituível pelas premissas do Capítulo 07 aplicadas à base de 2025 apurada no Capítulo 06. O fluxo terminal do item 9.6 decorre da identidade fundamental entre o resultado operacional líquido de tributos e a parcela não reinvestida, e o teste de coerência que o acompanha emprega a razão de regime estacionário, apurada por identidade fechada com dois parâmetros. As sensibilidades do Capítulo 12 resultam da alteração de uma premissa por vez sobre essa mesma estrutura.

Nenhum parâmetro foi incorporado ao trabalho sem origem documental identificada, com indicação do arquivo, da fonte externa ou da fórmula de derivação correspondente. O quadro consolidado de fontes integra o Apêndice A.

TERMO DE ENCERRAMENTO

Encerra-se o presente laudo de avaliação econômica, composto de 195 páginas, acompanhado dos apêndices e anexos abaixo relacionados, que dele são parte integrante.

Apêndices

Documentos elaborados pelo subscritor, na forma do item 54 da NBC TP 01 (R2), que acompanham este laudo.

Apêndice	Conteúdo
A	Quadro consolidado de parâmetros e fontes, com indicação do documento, da publicação ou da fórmula de derivação de cada elemento empregado, e da respectiva localização
B	Cadeia de cálculo do custo de capital, nas duas bases de comparáveis e nas duas atividades, com fórmulas explícitas
C	Projeção do fluxo de caixa descontado, atividade operacional, Base Global e Base US
D	Projeção do fluxo de caixa descontado, atividade de locação, Base Global e Base US
E	Demonstração de resultado combinada dos exercícios de 2021 a 2025, com eliminações intragrupo e ponte do resultado operacional recorrente
F	Análise do imobilizado: cronograma de reposição por exercício, base de depreciação por classe, distribuição de vida útil e estado de conservação
G	Matriz completa de sensibilidades e cenário combinado adverso
H	Apuração do limiar de inversão entre a alienação como unidade produtiva isolada e a alienação dos bens individualmente considerados

Anexos

Documentos obtidos de terceiros ou recebidos da administração judicial, na forma do item 55 da NBC TP 01 (R2), que acompanham este laudo e com ele são entregues à administração judicial para juntada aos autos.

Anexo	Conteúdo	Origem	Forma
I	Laudo de avaliação patrimonial, versão preliminar, data de referência de 31 de maio de 2026, adotado como bom e válido na forma do item 10.1	Empresa de engenharia de avaliações, profissionais identificados no documento	Documento
II	Relação analítica de máquinas, equipamentos e demais bens móveis, 1.908 itens, integrante do mesmo conjunto documental	Idem	Documento
III	Balancetes analíticos das sociedades operacionais, exercícios de 2019 a 2025 e posição de 31 de maio de 2026	Administração judicial	Arquivo em meio digital
IV	Demonstrativos de saldos por centro de custo	Idem	Arquivo em meio digital

Elementos referenciados

Elementos que instruíram o trabalho e cuja reprodução é dispensável, por já integrarem os autos ou por constituírem fonte pública identificada.

Elemento	Localização
Autuação e peças processuais	Autos do processo em epígrafe

Elemento	Localização
Séries macroeconômicas, bases setoriais de comparáveis e publicações de referência	Identificadas individualmente no Apêndice A, com indicação da publicação, da edição e da data de extração

A relação acima e o Apêndice A asseguram a rastreabilidade integral entre cada parâmetro empregado neste laudo e sua origem documental.

Porto Alegre, 11 de setembro de 2026.

Clóvis Girardelo
CRARS 10789

Tomas Vargas
CRCRS 089596

Alexandre Berlanda Costa
CRCRS 65927/O

Ana Mariella Bandeira
CRCRS 089596

APÊNDICES

APÊNDICE A. QUADRO CONSOLIDADO DE PARÂMETROS E FONTES

Este apêndice relaciona cada parâmetro empregado no laudo, seu valor, a origem documental e a fórmula de derivação, quando aplicável. A localização indica a aba e a célula do modelo de avaliação, de modo a permitir a verificação item a item.

Nenhum parâmetro foi incorporado ao trabalho sem origem declarada.

A.1 Parâmetros macroeconômicos e de mercado

Parâmetro	Valor	Origem	Critério de apuração
Taxa livre de risco, T-Bond de 10 anos	4,5557%	Série pública de rendimento de título do Tesouro norte-americano, base de dados do Federal Reserve Bank of St. Louis	Média das cotações de fechamento dos 30 pregões de 18 de junho a 31 de julho de 2026. Trinta observações efetivas, excluídos os feriados de 19 de junho e 3 de julho
Prêmio de risco de mercado maduro	4,2000%	Base pública de prêmios de risco por país, edição de 1º de julho de 2026	Prêmio implícito de mercado maduro
Prêmio de risco-país do Brasil	3,0984%	Mesma base	Apuração por classificação de risco soberano. Alternativa por contrato de proteção de crédito, de 3,2334%, integra as sensibilidades
Inflação de longo prazo, Brasil	3,2500%	Relatório de expectativas de mercado do Banco Central do Brasil, posição de 31 de julho de 2026	Mediana dos especialistas de longo prazo. Ponto de convergência da série nos anos de 2029 e 2030
Inflação de longo prazo, Estados Unidos	2,2440%	Série pública de expectativa implícita de inflação de 10 anos	Média das 30 últimas observações. Cotação isolada do último dia: 2,25%
Crescimento real de longo prazo do produto interno bruto	2,2500%	Relatório de expectativas de mercado, posição de 31 de julho de 2026	Mediana dos especialistas de longo prazo. Convergência nos anos de 2028 a 2030
Crescimento nominal de longo prazo do produto interno bruto	5,5731%	Derivado	$(1 + 2,25\%) \times (1 + 3,25\%) - 1$. Limite absoluto do crescimento perpétuo
Custo da dívida em reais, antes de tributos	21,5800%	Série oficial de taxas de operações de crédito	Capital de giro com prazo superior a 365 dias, pessoa jurídica, recursos livres, competência de junho de 2026
Alíquota tributária de destino	34,0000%	Legislação vigente	Imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido

Regra de vedação temporal. Nenhum parâmetro incorpora observação posterior a 31 de julho de 2026. As séries foram truncadas na data-base, ainda que os arquivos de origem contenham observações mais recentes.

A.2 Parâmetros setoriais de comparáveis

Parâmetro	Base Global	Base US	Origem
Beta desalavancado, corrigido por caixa, atividade operacional	0,938384	0,652130	Base pública de betas setoriais, edição de janeiro de 2026, conjunto de móveis e artigos para o lar
Estrutura de capital-alvo, atividade operacional	20,4629%	29,7424%	Base pública de custo de capital setorial
Alíquota efetiva de origem, atividade operacional	15,3914%	11,3825%	Mesma base
Beta desalavancado, atividade de locação	0,361711	0,400542	Conjunto de sociedades de renda imobiliária
Estrutura de capital-alvo, atividade de locação	44,4674%	45,7886%	Mesma base
Alíquota efetiva de origem, atividade de locação	3,9721%	1,5814%	Mesma base
Amostra, atividade operacional	383 empresas	27 empresas	Mesma base
Amostra, atividade de locação	643 empresas	Amostra restrita	Mesma base
Investimento de reposição sobre depreciação, atividade de locação	0,299919x	0,169869x	Base pública de investimento setorial
Múltiplo de valor sobre resultado, atividade operacional	10,63x	11,27x	Base pública de múltiplos setoriais
Múltiplo de valor sobre resultado, atividade de locação	19,70x	19,87x	Mesma base
Múltiplo de valor sobre receita, atividade operacional	1,16x	1,33x	Mesma base
Margem de resultado setorial	9,61%	9,75%	Base pública de margens setoriais
Custo dos produtos vendidos sobre receita	71,99%	69,72%	Mesma base
Margem bruta setorial	28,01%	30,28%	Mesma base
Despesas de estrutura sobre receita	16,91%	22,43%	Mesma base
Retorno sobre o capital menos custo de capital, atividade operacional	+4,25 p.p.	+4,05 p.p.	Base pública de retorno sobre o capital
Retorno sobre o capital menos custo de capital, atividade de locação	(2,10) p.p.		Mesma base
Contas a pagar sobre receita, conversão em dias de compras	117,7 dias	72,5 dias	Base pública de capital de giro setorial
Contexto setorial brasileiro	R\$ 91,5 bilhões em 2024, mais 12,1% nominal		Publicação setorial do mobiliário, segmento de móveis residenciais

A.3 Parâmetros medidos nos registros contábeis do perímetro

Parâmetro	Valor	Conta ou centro de custo	Exercício
Receita líquida operacional combinada	R\$ 90.337.214,77	Combinação de receitas das duas sociedades, com eliminação recíproca	2025
Receita com resíduos industriais	R\$ 409.380,25	31151000	2025
Percentual de resíduos sobre a receita	0,453169%	Derivado	2025
Resultado de aluguéis, líquido de intercompany	R\$ 1.587.490,93	31301003 e 31305001, deduzidas 4406 e 4208	2025
Vendas intragrupo eliminadas	R\$ 48.220.068,37	4304, 4310, 4340 e 4345	2025
Resultado operacional apurado	R\$ 9.616.563,96	Derivado	2025
Depreciação de ativos produtivos	R\$ 1.973.470,32	43301006	2025
Provisão de perdas com créditos de clientes	R\$ 1.306.844,88	5128	2025
Base operacional recorrente de projeção	R\$ 13.306.259,41	Ponte do item 6.3	2025
Custo de produção sobre a receita operacional	41,3706%	41000000 e centros de custo de produção, ex-depreciação	Média de 2024 e 2025
Despesas variáveis do canal	27,4841%	4978, 4981 e 4986, líquidas de reembolsos	2025
Comissão efetiva de plataforma	10,31%	4986	2025
Despesas fixas recorrentes do canal	3,7853%	Estrutura de canal, ex-provisão e ex-depreciação	2025
Estrutura comercial	1,9116%	Centro de custo 12000, ex-depreciação	2025
Estrutura administrativa, componente fixo	R\$ 1.248.532,01	Centro de custo 11000 e sem centro atribuído	Regressão de 2022 a 2025
Estrutura administrativa, componente variável	2,0992%	Mesma regressão, coeficiente angular	Regressão de 2022 a 2025
Coeficiente de determinação da regressão	0,9812	Derivado	
Fator de conversão para receita bruta do canal	1,280516	Relação entre receita bruta do canal e receita operacional	2025
Estoques transferidos no perímetro	R\$ 6.581.375,62	Posição de balancete	31 de maio de 2026
Exigível combinado	R\$ 272.132.016	Balancetes das duas sociedades	31 de dezembro de 2025

A.4 Parâmetros da avaliação patrimonial

Parâmetro	Valor	Origem
Edifícios e benfeitorias	R\$ 76.965.121,65	Avaliação patrimonial, versão preliminar, data de referência de 31 de maio de 2026
Terrenos	R\$ 3.922.830,39	Idem
Máquinas e equipamentos	R\$ 28.423.794,81	Idem
Móveis e utensílios	R\$ 629.701,31	Idem
Equipamentos de informática	R\$ 202.109,21	Idem
Veículos	R\$ 69.951,65	Idem
Bens móveis em operação	R\$ 24.344.831,55	Relação analítica, 1.871 itens
Vida útil total média ponderada	22,5056 anos	Relação analítica, ponderação pelo custo de reposição
Idade aparente média ponderada	17,0016 anos	Idem
Cronograma de reposição, média dos Anos 1 a 10	R\$ 5.654.688,97	Relação analítica, alocação item a item
Reposição em regime, anualizada item a item	3,7159% da receita	Idem
Capex de recuperação de dia zero, total	R\$ 12.025.360,41	Itens em operação com vida remanescente esgotada
Área construída total	40.197,59 m ²	Avaliação patrimonial
Área construída destinada à locação	5.248,80 m ²	Idem
Percentual destinado à locação	13,0575%	Derivado

A.5 Parâmetros derivados por cálculo

Parâmetro	Valor	Fórmula
D/E implícito, atividade operacional	0,257275	$D/(D+E) \div [1 - D/(D+E)]$
Beta realavancado, atividade operacional	1,097724	$\beta_u \times [1 + (1 - 34\%) \times D/E]$
Ke em dólares, atividade operacional	12,5673%	$R_f + \beta_L \times (\text{prêmio maduro} + \text{prêmio-país})$
Ke em reais, atividade operacional	13,6749%	$(1 + Ke_{USD}) \times (1 + IPCA) \div (1 + CPI) - 1$
Kd líquido de tributos	14,2428%	$K_d \times (1 - 34\%)$
WACC, atividade operacional, Base Global	13,7911%	$Ke \times E/(D+E) + K_d \text{ líquido} \times D/(D+E)$
WACC, atividade operacional, Base US	12,4799%	Mesma cadeia
WACC, atividade de locação, Base Global	11,6974%	Mesma cadeia
WACC, atividade de locação, Base US	12,0415%	Mesma cadeia
Recebíveis sobre receita	4,1096%	$\text{Prazo de repasse} \div 365$
Estoques sobre receita	6,8017%	$(\text{Ciclo} \div 365) \times \text{custo de produção sobre receita}$
Fornecedores sobre receita	13,3427%	$(\text{Prazo} \div 365) \times \text{custo de produção sobre receita}$
Necessidade de capital de giro sobre receita	(2,4314%)	$\text{Recebíveis mais estoques menos fornecedores}$

Parâmetro	Valor	Fórmula
Razão de regime estacionário, atividade operacional	0,593353	$(1 \div L) \times [1 - (1+g)^{-L}] \div [1 - (1+g)^{-1}]$, com $L = 22,5056$ e $g = 5,5731\%$, que é o teto e não o crescimento adotado. Efeito medido no bloco A.2 do item 12.3
Razão de regime estacionário, atividade de locação	0,699534	Mesma fórmula, com $L = 25$ e $g = 3,25\%$
Base de depreciação, edificações da fábrica	R\$ 66.915.401,49	Valor das edificações $\times 86,9425\%$
Base de depreciação, edificações da locação	R\$ 10.049.720,16	Valor das edificações $\times 13,0575\%$
Capacidade instalada em receita	R\$ 150.562.024,62	Receita de 2025 $\div (1 - 40\%)$

Ancoragem do valor terminal

O crescimento perpétuo não é arbitrado, e a taxa de reinvestimento não é insumo. Duas grandezas setoriais externas são convertidas à moeda da projeção, e a terceira resulta da razão entre elas.

Parâmetro	Valor	Fórmula ou origem
Crescimento fundamental do setor, em dólares	4,1255%	Base setorial de crescimento por fundamentos, Base Global
Retorno sobre o capital ajustado por arrendamento, em dólares	14,6196%	Base setorial de efeito de arrendamento, Base Global
Crescimento perpétuo, em reais	5,1500%	$(1 + g_{USD}) \times (1 + IPCA) \div (1 + CPI) - 1$
Retorno marginal sobre o capital, em reais	15,7473%	Mesma conversão
Taxa de reinvestimento	32,7038%	Crescimento $\div$ retorno marginal
Teto macroeconômico, empregado como teste	5,5731%	$(1 + 2,25\%) \times (1 + 3,25\%) - 1$

A taxa de reinvestimento é célula calculada e não recebe sensibilidade própria, na forma da vedação do item 12.3. O teto macroeconômico comparece exclusivamente como teste de admissibilidade, e o crescimento adotado situa-se 0,4231 ponto percentual abaixo dele.

A.6 Parâmetros arbitrados pelo subscritor

Parâmetro	Valor	Fundamento	Sensibilidade
Índices de normalização da receita, Anos 1 a 3	0,85 · 1,05 · 1,20	Extinção das restrições que a condição falimentar impõe à operação, item 7.2	Sim
Crescimento nominal a partir do Ano 4	10,00%, convergente ao limite no Ano 10	Convergência progressiva, sem degrau	Sim
Sobrecusto de recomposição	2,0 pontos no Ano 1, 1,0 no Ano 2	Perda de prazo e de poder de compra na recomposição da cadeia	Sim
Redução do componente fixo administrativo	10% no Ano 1, 5% no Ano 2	Parcela ajustável durante a retomada	
Crescimento real do componente fixo	1,00% ao ano	Natureza semifixa da rubrica, item 7.5	Sim
Ciclo de estoque	60 dias	Medições de 110,5 e 64,3 dias, item 7.6	Sim, 45 a 110 dias
Prazo de repasse da plataforma	15 dias	Prazo de entrega e faixa de liberação, corroborado por saldo equivalente a 13 dias	
Ociosidade do parque fabril	40%	Operação em turno único, registrada na avaliação patrimonial	
Programa de recuperação	50% do custo apurado, em 5 anos	Retrofit e mercado de usados como alternativas	
Horizonte de projeção explícita	10 anos	Convergência do crescimento e estabilização da margem	
Provisão de perdas com créditos	0,50% da receita bruta do canal	Patamar arbitrado entre o zero dos exercícios de 2021 a 2024 e o 1,13% verificado em 2025, item 7.4	Sim, zero a 1,13%
Remuneração da administração	0,75% da receita operacional	A administração não foi remunerada no curso da recuperação judicial: pró-labore de R\$ 5.208 contra folha de R\$ 6.537.270, item 7.5	Sim, zero a 1,50%

A.7 Convenções de projeção

Convenção	Definição
Data-base	31 de julho de 2026
Período parcial do Ano 1	Cinco doze avos, de agosto a dezembro de 2026
Convenção de desconto	Fim de período, com fator do Ano 1 igual a $(1 + \text{taxa})$ elevado a 5/12
Reconhecimento da constituição do capital de giro	Integral, sem rateio proporcional
Exercícios excluídos da série de análise	2021
Moeda e regime	Real, termos nominais, indexação pela inflação de longo prazo

A.8 Parâmetros examinados e não adotados

Parâmetro	Situação	Onde a medida consta
-----------	----------	----------------------

Prêmio de tamanho	Não adotado por ausência de fonte no conjunto de dados examinado, e não por se entender inexistente o efeito	Bloco B.4 do item 12.3
Custo da dívida por construção sintética	Não adotado. A série oficial de crédito é mantida e a anomalia é declarada no item 8.2	Bloco B.5 do item 12.3
Beta total, sem diversificação	Rejeitado. O padrão de valor adotado não pressupõe comprador não diversificado	Não medido
Prêmio de risco de mercado histórico	Não adotado. Emprega-se o implícito	Bloco B.1 do item 12.3
Prêmio de iliquidez	Não adotado. Sem fonte no conjunto de dados	Não medido
Investimento de expansão	Eliminado do fluxo. Repor equipamento no fim da vida por equipamento novo já entrega capacidade adicional, e manter as duas linhas seria dupla contagem	Item F.6 do Apêndice F
Intangível de marketplace	Não somado ao valor. A posição comercial já produz o fluxo projetado	Item 14.4.4
Valor de administração superior à verificada	Rejeitado. Valor que decorre da habilidade do comprador é contribuição dele, e não atributo do ativo alienado	Item 7.2

Nenhum destes parâmetros é omissão. Todos foram examinados, e as decisões de não os adotar estão registradas nos itens indicados. Os que comportam medida comparecem medidos na matriz do item 12.3, e os que não comportam são declarados como não medidos.

A.9 Quadro consolidado de fontes

O quadro abaixo sintetiza a origem de cada parâmetro empregado. O detalhamento por célula, com indicação de aba, linha e fórmula de derivação, consta dos itens anteriores deste apêndice.

Parâmetros medidos no perímetro

Parâmetro	Valor	Origem
Receita líquida operacional de 2025	R\$ 90.337.215	Balancetes combinados, com eliminações recíprocas
Receita com resíduos industriais	R\$ 409.380	Conta 31151000
Resultado operacional recorrente de 2025	R\$ 13.306.259	Ponte do item 6.3
Custo de produção	41,3706%	Custo dos produtos vendidos e centros de custo de produção, média de 2024 e 2025
Despesas variáveis de canal	27,4841%	Contas 4978, 4981 e 4986, exercício de 2025
Despesas fixas de canal	3,7853%	Estrutura de canal, líquida de itens não recorrentes
Estrutura comercial	1,9116%	Centro de custo 12000, exercício de 2025
Estrutura administrativa	R\$ 1.248.532 mais 2,0992%	Regressão sobre os exercícios de 2022 a 2025
Fator de conversão para receita bruta de canal	1,2805	Relação apurada em 2025
Estoques transferidos	R\$ 6.581.376	Posição de 31 de maio de 2026
Exigível combinado	R\$ 272.132.016	Balancetes de 31 de dezembro de 2025

Parâmetros de fonte externa

Parâmetro	Valor	Origem
Taxa livre de risco	4,5557%	Série pública de rendimento de título do Tesouro norte-americano de 10 anos, média de 30 pregões encerrados na data-base
Prêmio de risco de mercado maduro	4,20%	Base de prêmios de risco por país, edição de julho de 2026
Prêmio de risco-país do Brasil	3,0984%	Mesma base, apuração por classificação de risco soberano
Inflação de longo prazo, Brasil	3,25%	Relatório de expectativas de mercado, data-base
Inflação de longo prazo, Estados Unidos	2,244%	Série pública de expectativa implícita de inflação de 10 anos
Crescimento real de longo prazo do PIB	2,25%	Relatório de expectativas de mercado, data-base
Custo da dívida em reais	21,58%	Série oficial de taxas de crédito, capital de giro acima de 365 dias, competência de junho de 2026
Beta desalavancado, atividade operacional	0,938384 / 0,652130	Base de betas setoriais, edição de janeiro de 2026
Beta desalavancado, atividade de locação	0,361711 / 0,400542	Mesma base
Estrutura de capital-alvo	20,4629% / 29,7424%	Base de custo de capital setorial
Múltiplos e margens setoriais	Diversos	Bases setoriais de margens, múltiplos e retorno sobre o capital
Contexto setorial brasileiro	R\$ 91,5 bilhões	Publicação setorial do mobiliário (2024)

Parâmetros de avaliação patrimonial

Parâmetro	Valor	Origem
Edifícios e benfeitorias	R\$ 76.965.122	Laudo de avaliação patrimonial, versão preliminar
Terrenos	R\$ 3.922.830	Idem
Bens móveis, total	R\$ 29.325.557	Idem, 1.908 itens
Bens móveis em operação	R\$ 24.344.832	Relação analítica, 1.871 itens
Vida útil média ponderada	22,51 anos	Relação analítica, ponderação pelo custo de reposição
Cronograma de reposição	R\$ 5.654.689 por ano	Relação analítica, média dos dez primeiros exercícios
Área construída	40.197,59 m²	Laudo de avaliação patrimonial
Área destinada à locação	5.248,80 m²	Idem

Parâmetros arbitrados pelo subscritor

Parâmetro	Valor	Sensibilidade
Índices de normalização da receita	0,85 · 1,05 · 1,20	Sim
Crescimento nominal a partir do Ano 4	10,0%, convergente	Sim
Sobrecusto de recomposição	2,0 p.p. no Ano 1	Sim
Redução do componente fixo administrativo	10% no Ano 1	
Crescimento real do componente fixo	1,00% ao ano	Sim

Ciclo de estoque	60 dias	Sim
Prazo de repasse de plataforma	15 dias	
Ociosidade do parque	40%	
Programa de recuperação	50% em cinco anos	
Horizonte de projeção explícita	10 anos	

Ancoragem das grandezas de consequência

Esta síntese é derivada: emitida por confronto automático de cada cifra do texto contra as 43.115 células numéricas do modelo, indexadas com aba, endereço e rótulo de linha. Reemitida a cada revisão.

São grandezas de consequência a conclusão de valor, o limiar, o fator de alocação, a base patrimonial, os componentes do valor, o custo de capital e os parâmetros do terminal. As demais são de contexto e não integram esta apuração.

Situação	Grandezas
Ancoradas em aba única do modelo	4
Presentes em mais de uma aba, sem ambiguidade de valor	72
Derivadas, com fórmula e insumos declarados no próprio texto	2
Sem origem no modelo e sem derivação declarada	0
Total	78

Nenhuma grandeza de consequência deste laudo carece de origem. As que constam como presentes em mais de uma aba não carecem de ancoragem: carecem de desambiguação por rótulo, operação que só se justifica quando a leitura do texto a exija.

A relação individualizada das 78 grandezas, com o endereço de célula de cada origem, é produzida pelo mesmo procedimento, integra os papéis de trabalho e fica à disposição para exame.

APÊNDICE B. CADEIA DE CÁLCULO DO CUSTO DE CAPITAL E DO TERMINAL

Reprodução integral da apuração das quatro taxas de desconto e dos parâmetros do valor terminal, a partir dos insumos externos relacionados no item 8.1. Cada etapa é reproduzível pelas fórmulas indicadas.

B.1 Insumos comuns às quatro cadeias

Insumo	Valor	Origem
Taxa livre de risco	4,5557%	Rendimento de título do Tesouro norte-americano de 10 anos, média das cotações de fechamento dos 30 pregões de 18 de junho a 31 de julho de 2026
Prêmio de risco de mercado maduro	4,2000%	Base de prêmios de risco por país, edição de julho de 2026
Prêmio de risco-país do Brasil	3,0984%	Mesma base, apuração por classificação de risco soberano
Inflação de longo prazo, Brasil	3,2500%	Relatório de expectativas de mercado, data-base
Inflação de longo prazo, Estados Unidos	2,2440%	Expectativa implícita de inflação de 10 anos, média das 30 últimas observações
Custo da dívida em reais, antes de tributos	21,5800%	Série oficial de taxas de crédito, capital de giro acima de 365 dias, pessoa jurídica, recursos livres, competência de junho de 2026
Alíquota tributária de destino	34,0000%	Legislação vigente

B.2 Fórmulas

- (1) $D/E = D/(D+E) \div [1 - D/(D+E)]$
- (2) Beta realavancado = Beta desalavancado $\times [1 + (1 - 34\%) \times D/E]$
- (3) Ke em dólares = Rf + Beta realavancado $\times (\text{prêmio maduro} + \text{prêmio-país})$
- (4) Ke em reais = $(1 + \text{Ke USD}) \times (1 + \text{inflação BRL}) \div (1 + \text{inflação USD}) - 1$
- (5) Kd líquido = $Kd \times (1 - 34\%)$
- (6) WACC = $\text{Ke reais} \times E/(D+E) + \text{Kd líquido} \times D/(D+E)$

A desalavancagem dos betas foi efetuada na origem, pelas bases de comparáveis, com a alíquota efetiva a que se sujeitam as empresas de cada conjunto. A realavancagem emprega a alíquota de destino, de 34%.

B.3 Apuração das quatro cadeias

Etapas	Operacional Global	Operacional, US	Locação, Global	Locação, US
Beta desalavancado, corrigido por caixa	0,938384	0,652130	0,361711	0,400542
Estrutura de capital-alvo, $D/(D+E)$	20,4629%	29,7424%	44,4674%	45,7886%
Alíquota efetiva de origem	15,3914%	11,3825%	3,9721%	1,5814%
(1) D/E implícito	0,2573	0,4233	0,8007	0,8446
(2) Beta realavancado à alíquota brasileira	1,0977	0,8343	0,5529	0,6238
(3) Ke em dólares	12,5673%	10,6450%	8,5908%	9,1086%
(4) Ke em reais	13,6749%	11,7337%	9,6592%	10,1822%

Etapa	Operacional Global	Operacional, US	Locação, Global	Locação, US
(5) Kd líquido de tributos	14,2428%	14,2428%	14,2428%	14,2428%
(6) Custo médio ponderado de capital	13,7911%	12,4799%	11,6974%	12,0415%

B.4 Verificação de uma cadeia, atividade operacional em Base Global

- (1) $D/E = 20,4629\% \div (1 - 20,4629\%) = 0,2573$
- (2) $\beta_L = 0,938384 \times [1 + 0,66 \times 0,2573] = 1,0977$
- (3) $K_e \text{ USD} = 4,5557\% + 1,0977 \times (4,2000\% + 3,0984\%)$
 $= 4,5557\% + 1,0977 \times 7,2984\%$
 $= 4,5557\% + 8,0115\% = 12,5673\%$
- (4) $K_e \text{ BRL} = (1,125673 \times 1,032500 \div 1,022440) - 1 = 13,6749\%$
- (5) $K_d \text{ líquido} = 21,5800\% \times 0,66 = 14,2428\%$
- (6) $WACC = 13,6749\% \times 79,5371\% + 14,2428\% \times 20,4629\%$
 $= 10,8764\% + 2,9145\% = 13,7911\%$

B.5 O terminal fundamental, ancorado em duas grandezas externas

O crescimento perpétuo não é arbitrado, e a taxa de reinvestimento não é insumo. Duas grandezas setoriais externas são convertidas à moeda da projeção, e a terceira resulta da razão entre elas, na forma da identidade enunciada no item 3.5.

Etapa	Grandeza	Valor	Origem
Âncora 1	Crescimento fundamental do setor, em dólares	4,1255%	Base setorial de crescimento por fundamentos, Base Global
Âncora 2	Retorno sobre o capital ajustado por arrendamento, em dólares	14,6196%	Base setorial de efeito de arrendamento, Base Global
Conversão	Diferencial de inflação, $(1 + 3,2500\%) \div (1 + 2,2440\%)$	1,0098	Item B.1
(=) Crescimento perpétuo (R\$)	derivado	5,1500%	
(=) Retorno marginal sobre o capital, em reais	derivado	15,7473%	
(=) Taxa de reinvestimento	derivada pela identidade	32,7038%	

$$g = (1 + 4,1255\%) \times (1 + 3,2500\%) \div (1 + 2,2440\%) - 1 = 5,1500\%$$

$$ROIC = (1 + 14,6196\%) \times (1 + 3,2500\%) \div (1 + 2,2440\%) - 1 = 15,7473\%$$

$$b = g \div ROIC = 5,1500\% \div 15,7473\% = 32,7038\%$$

Verificação da identidade: $15,7473\% \times 32,7038\% = 5,1500\%$.

A taxa de reinvestimento derivada, de 32,7038%, aproxima-se da taxa de reinvestimento setorial observada na mesma base, de 32,7214%, o que constitui verificação independente da coerência do conjunto.

O teto macroeconômico, que é teste e não parâmetro

Componente	Valor
Crescimento real de longo prazo do produto interno bruto	2,2500%
Inflação de longo prazo	3,2500%
Limite do crescimento nominal perpétuo	5,5731%

$$g \text{ máximo} = (1 + 2,2500\%) \times (1 + 3,2500\%) - 1 = 5,5731\%$$

O crescimento adotado, de 5,1500%, situa-se 0,4231 ponto percentual abaixo do limite, e a ele não converge: o limite comparece exclusivamente como teste de admissibilidade. A atividade de locação adota 3,2500%, correspondente à inflação, na forma do item 9.7.

B.6 Diferencial entre taxa de desconto e crescimento

	Atividade operacional	Atividade de locação
Base Global	8,6411 p.p.	8,4474 p.p.
Base US	7,3300 p.p.	8,7915 p.p.

O diferencial constitui o denominador da capitalização do valor terminal. Valores superiores a sete pontos percentuais em todas as combinações afastam a instabilidade característica de modelos em que taxa e crescimento se aproximam.

B.7 Razão de regime estacionário

$$\text{razão} = (1 \div n) \times [1 - (1+g)^{-n}] \div [1 - (1+g)^{-1}]$$

Atividade	Vida útil n	Crescimento g empregado	Razão
Operacional	22,5056 anos	5,5731%	0,593353
Locação	25 anos	3,2500%	0,699534

A razão apura a depreciação da perpetuidade sobre o investimento de reposição do período, substituindo a convenção de igualdade entre as duas grandezas. Ela alcança o valor pela via da dedução fiscal, e não pela reversão da depreciação como origem de caixa, que a construção fundamental abstrai.

Registro. O crescimento empregado na cadeia operacional é o teto macroeconômico de 5,5731%, e não o crescimento perpétuo de 5,1500% que a projeção adota. A cadeia da locação emprega o crescimento que aquela atividade de fato adota. A construção alternativa produz razão de 0,614210 e reduz o valor da unidade em R\$ 253.258, ou 0,30%, medida que consta do bloco A.2 do item 12.3 e é a menor amplitude de toda a matriz de sensibilidades.

B.8 Prêmios e ajustes examinados e não incorporados

Parâmetro	Situação	Efeito medido
Prêmio de tamanho	Não adotado por ausência de fonte no conjunto de dados examinado, e não por se entender inexistente o efeito	A três pontos percentuais, redução de 20,6% no valor. Bloco B.4 do item 12.3
Beta total, sem diversificação	Rejeitado. O padrão de valor adotado pressupõe comprador que não é necessariamente não diversificado	Não medido
Correção do custo da dívida pela construção sintética	Não efetuada. A série oficial de crédito é mantida, e a anomalia contra o custo do capital próprio é declarada no item 8.2	Elevação de 25,0% no valor. Bloco B.5 do item 12.3
Prêmio de risco de mercado histórico, em lugar do implícito	Não adotado	Redução de 11,0%. Bloco B.1 do item 12.3
Prêmio de iliquidez	Não adotado. Sem fonte no conjunto de dados	Não medido

Os três primeiros são decisões deste laudo, e não omissões. Dois deles operam em desfavor do valor apurado, e um a favor, e todos comparecem medidos na matriz do item 12.3.

APÊNDICE C. PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO, ATIVIDADE OPERACIONAL

Este apêndice é a memória de cálculo da projeção da atividade operacional. Os itens 9.2 e 9.4 do laudo remetem a ele, e nele residem as linhas que aqueles itens exibem em síntese.

Valores em reais nominais. O Ano 1 compreende cinco meses, de agosto a dezembro de 2026, e o ajuste ao período parcial incide sobre a linha de fluxo de caixa, e não sobre a demonstração de resultados, na forma do item 9.1. A variação do capital de giro do Ano 1 é evento patrimonial e não se rateia pelo período parcial.

As duas bases diferem na taxa de desconto e no que dela decorre. Receita, custos, despesas, capital de giro e investimento são idênticos nas duas. A depreciação difere porque o fator de alocação do preço, apurado no item C.5, é função do valor, e o valor é função da taxa: dessa diferença resultam as linhas de resultado antes de tributos, tributo, resultado líquido e fluxo de caixa.

A linha de deslocamento da carga tributária figura em zero em todos os períodos e nas duas bases. O parâmetro que a alimenta é declarado no item 7.8 e adotado em zero, e a linha comparece para que o teste do bloco D.3 do item 12.3 opere sobre o próprio fluxo, e não sobre reconstrução externa a ele.

C.1 Base Global de comparáveis, taxa de desconto de 13,7911%

(R\$)	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Perp.
Receita líquida operacional	76.786.633	94.854.076	108.404.658	119.245.123	130.205.734	141.121.306	151.811.231	162.083.771	171.741.236	180.585.876	189.886.013
(+) Receita com resíduos industriais	347.973	429.849	491.256	540.382	590.052	639.518	687.961	734.513	778.278	818.359	860.505
(=) Receita operacional total	77.134.606	95.283.925	108.895.914	119.785.505	130.795.786	141.760.824	152.499.192	162.818.285	172.519.514	181.404.235	190.746.517
<i>Receita bruta do canal direto, implícita</i>	<i>98.326.535</i>	<i>121.462.190</i>	<i>138.813.932</i>	<i>152.695.325</i>	<i>166.730.565</i>	<i>180.708.134</i>	<i>194.396.757</i>	<i>207.550.912</i>	<i>219.917.453</i>	<i>231.243.159</i>	<i>243.152.136</i>
<i>Índice de normalização (base de 2025)</i>	<i>0,8500</i>	<i>1,0500</i>	<i>1,2000</i>								
<i>Sobrecusto de recomposição da cadeia</i>	<i>2,00%</i>	<i>1,00%</i>	<i>0,00%</i>								
(-) Custos de produção, exceto deprec.	(33.302.821)	(40.190.238)	(44.847.654)	(49.332.419)	(53.866.889)	(58.382.727)	(62.805.212)	(67.055.023)	(71.050.374)	(74.709.455)	(78.556.977)
(=) Lucro bruto	43.831.785	55.093.687	64.048.260	70.453.086	76.928.897	83.378.097	89.693.980	95.763.261	101.469.140	106.694.780	112.189.541
<i>% de margem bruta</i>	<i>56,83%</i>	<i>57,82%</i>	<i>58,82%</i>	<i>58,82%</i>	<i>58,82%</i>	<i>58,82%</i>	<i>58,82%</i>	<i>58,82%</i>	<i>58,82%</i>	<i>58,82%</i>	<i>58,82%</i>
(-) Provisão de perdas com créditos	(491.633)	(607.311)	(694.070)	(763.477)	(833.653)	(903.541)	(971.984)	(1.037.755)	(1.099.587)	(1.156.216)	(1.215.761)
(-) Estrutura comercial	(1.467.865)	(1.813.244)	(2.072.279)	(2.279.507)	(2.489.032)	(2.697.696)	(2.902.046)	(3.098.417)	(3.283.031)	(3.452.106)	(3.629.889)
(-) Estrutura administrativa (fixo)	(1.171.800)	(1.289.871)	(1.415.905)	(1.476.541)	(1.539.774)	(1.605.714)	(1.674.479)	(1.746.189)	(1.820.969)	(1.898.952)	(1.980.275)
(-) Estrutura administrativa (variável)	(1.611.887)	(1.991.154)	(2.275.605)	(2.503.165)	(2.733.248)	(2.962.385)	(3.186.785)	(3.402.424)	(3.605.151)	(3.790.816)	(3.986.042)
(-) Despesas variáveis do canal	(27.024.207)	(33.382.843)	(38.151.821)	(41.967.003)	(45.824.469)	(49.666.084)	(53.428.285)	(57.043.592)	(60.442.430)	(63.555.203)	(66.828.283)
(-) Despesas fixas do canal	(2.906.573)	(3.590.472)	(4.103.397)	(4.513.737)	(4.928.624)	(5.341.807)	(5.746.448)	(6.135.290)	(6.500.851)	(6.835.643)	(7.187.677)
(-) Remuneração da administração	(575.900)	(711.406)	(813.035)	(894.338)	(976.543)	(1.058.410)	(1.138.584)	(1.215.628)	(1.288.059)	(1.354.394)	(1.424.145)
(=) Total de despesas operacionais	(35.249.864)	(43.386.302)	(49.526.111)	(54.397.768)	(59.325.342)	(64.235.636)	(69.048.611)	(73.679.295)	(78.040.078)	(82.043.330)	(86.252.072)
(=) EBITDA operacional	8.581.921	11.707.385	14.522.149	16.055.318	17.603.554	19.142.461	20.645.369	22.083.966	23.429.062	24.651.450	25.937.468
<i>% de margem EBITDA</i>	<i>11,13%</i>	<i>12,29%</i>	<i>13,34%</i>	<i>13,40%</i>	<i>13,46%</i>	<i>13,50%</i>	<i>13,54%</i>	<i>13,56%</i>	<i>13,58%</i>	<i>13,59%</i>	<i>13,60%</i>
(-) Deprec.: edificações da fábrica	(1.923.352)	(1.923.352)	(1.923.352)	(1.923.352)	(1.923.352)	(1.923.352)	(1.923.352)	(1.923.352)	(1.923.352)	(1.923.352)	
(-) Deprec.: máquinas e equipamentos	(1.685.067)	(1.685.067)	(1.685.067)	(1.685.067)	(1.685.067)	(1.685.067)	(1.685.067)	(1.685.067)	(1.685.067)	(1.685.067)	
(-) Deprec.: móveis e utensílios	(44.745)	(44.745)	(44.745)	(44.745)	(44.745)	(44.745)	(44.745)	(44.745)	(44.745)	(44.745)	
(-) Deprec.: equipamentos de informática	(29.046)	(29.046)	(29.046)	(29.046)	(29.046)						
(-) Deprec.: veículos	(10.053)	(10.053)	(10.053)	(10.053)	(10.053)						
(-) Deprec.: invest. manutenção acumul.	(259.423)	(527.277)	(803.836)	(1.089.383)	(1.384.211)	(1.688.621)	(2.002.924)	(2.327.441)	(2.662.506)	(3.008.460)	(4.186.707)
(=) Depreciação total	(3.951.685)	(4.219.539)	(4.496.098)	(4.781.646)	(5.076.474)	(5.341.784)	(5.656.087)	(5.980.605)	(6.315.669)	(6.661.623)	(4.186.707)
(=) Resultado antes de tributos	4.630.236	7.487.846	10.026.050	11.273.672	12.527.081	13.800.678	14.989.282	16.103.362	17.113.393	17.989.827	21.750.761
(-) Imposto de renda e contribuição social	(1.574.280)	(2.545.868)	(3.408.857)	(3.833.048)	(4.259.208)	(4.692.230)	(5.096.356)	(5.475.143)	(5.818.553)	(6.116.541)	(7.395.259)

(R\$)	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Perp.
(=) Resultado líquido de tributos	3.055.956	4.941.978	6.617.193	7.440.624	8.267.873	9.108.447	9.892.926	10.628.219	11.294.839	11.873.286	14.355.502

(R\$)	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Perp.
(=) Resultado líquido de tributos	3.055.956	4.941.978	6.617.193	7.440.624	8.267.873	9.108.447	9.892.926	10.628.219	11.294.839	11.873.286	14.355.502
(+) Depreciação	3.951.685	4.219.539	4.496.098	4.781.646	5.076.474	5.341.784	5.656.087	5.980.605	6.315.669	6.661.623	4.186.707
(-) Investimento de manutenção	(5.838.466)	(6.028.217)	(6.224.134)	(6.426.418)	(6.635.276)	(6.850.923)	(7.073.578)	(7.303.469)	(7.540.832)	(7.785.909)	(7.056.012)
(-) Programa de recuperação	(1.241.618)	(1.281.971)	(1.323.635)	(1.366.653)	(1.411.069)	(849.875)					
<i>Necessidade de capital de giro, nível</i>	<i>(1.866.196)</i>	<i>(2.305.301)</i>	<i>(2.634.629)</i>	<i>(2.898.092)</i>	<i>(3.164.475)</i>	<i>(3.429.764)</i>	<i>(3.689.568)</i>	<i>(3.939.228)</i>	<i>(4.173.940)</i>	<i>(4.388.897)</i>	<i>(4.614.924)</i>
(-) Variação do capital de giro	1.866.196	439.105	329.329	263.463	266.383	265.288	259.804	249.660	234.712	214.957	226.027
(=) FCFF	1.793.752	2.290.435	3.894.852	4.692.661	5.564.384	7.014.721	8.735.239	9.555.014	10.304.388	10.963.957	9.660.701
(=) FCFF ajustado ao período parcial	1.836.011	2.290.435	3.894.852	4.692.661	5.564.384	7.014.721	8.735.239	9.555.014	10.304.388	10.963.957	9.660.701
<i>Fator de desconto acumulado</i>	<i>1,0553</i>	<i>1,2008</i>	<i>1,3665</i>	<i>1,5549</i>	<i>1,7693</i>	<i>2,0134</i>	<i>2,2910</i>	<i>2,6070</i>	<i>2,9665</i>	<i>3,3756</i>	
Valor presente do FCFF	1.739.790	1.907.354	2.850.335	3.017.976	3.144.890	3.484.099	3.812.822	3.665.176	3.473.580	3.247.986	
							Soma dos valores presentes do período explícito				30.344.008
							FCFF do primeiro período da perpetuidade				9.660.701
							Valor terminal, por capitalização de Gordon				111.799.175
							Valor presente do valor terminal				33.119.629
							(+) VP do escudo fiscal das edificações, Anos 11 a 25				1.202.423
							(=) Valor da atividade operacional				64.666.060

C.2 Base US de comparáveis, taxa de desconto de 12,4799%

(R\$)	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Perp.
Receita líquida operacional	76.786.633	94.854.076	108.404.658	119.245.123	130.205.734	141.121.306	151.811.231	162.083.771	171.741.236	180.585.876	189.886.013
(+) Receita com resíduos industriais	347.973	429.849	491.256	540.382	590.052	639.518	687.961	734.513	778.278	818.359	860.505
(=) Receita operacional total	77.134.606	95.283.925	108.895.914	119.785.505	130.795.786	141.760.824	152.499.192	162.818.285	172.519.514	181.404.235	190.746.517
<i>Receita bruta do canal direto, implícita</i>	<i>98.326.535</i>	<i>121.462.190</i>	<i>138.813.932</i>	<i>152.695.325</i>	<i>166.730.565</i>	<i>180.708.134</i>	<i>194.396.757</i>	<i>207.550.912</i>	<i>219.917.453</i>	<i>231.243.159</i>	<i>243.152.136</i>
<i>Índice de normalização (base de 2025)</i>	<i>0,8500</i>	<i>1,0500</i>	<i>1,2000</i>								
<i>Sobrecusto de recomposição da cadeia</i>	<i>2,00%</i>	<i>1,00%</i>	<i>0,00%</i>								
(-) Custos de produção, exceto deprec.	(33.302.821)	(40.190.238)	(44.847.654)	(49.332.419)	(53.866.889)	(58.382.727)	(62.805.212)	(67.055.023)	(71.050.374)	(74.709.455)	(78.556.977)
(=) Lucro bruto	43.831.785	55.093.687	64.048.260	70.453.086	76.928.897	83.378.097	89.693.980	95.763.261	101.469.140	106.694.780	112.189.541
<i>% de margem bruta</i>	<i>56,83%</i>	<i>57,82%</i>	<i>58,82%</i>	<i>58,82%</i>	<i>58,82%</i>	<i>58,82%</i>	<i>58,82%</i>	<i>58,82%</i>	<i>58,82%</i>	<i>58,82%</i>	<i>58,82%</i>
(-) Provisão de perdas com créditos	(491.633)	(607.311)	(694.070)	(763.477)	(833.653)	(903.541)	(971.984)	(1.037.755)	(1.099.587)	(1.156.216)	(1.215.761)
(-) Estrutura comercial	(1.467.865)	(1.813.244)	(2.072.279)	(2.279.507)	(2.489.032)	(2.697.696)	(2.902.046)	(3.098.417)	(3.283.031)	(3.452.106)	(3.629.889)
(-) Estrutura administrativa (fixo)	(1.171.800)	(1.289.871)	(1.415.905)	(1.476.541)	(1.539.774)	(1.605.714)	(1.674.479)	(1.746.189)	(1.820.969)	(1.898.952)	(1.980.275)
(-) Estrutura administrativa (variável)	(1.611.887)	(1.991.154)	(2.275.605)	(2.503.165)	(2.733.248)	(2.962.385)	(3.186.785)	(3.402.424)	(3.605.151)	(3.790.816)	(3.986.042)
(-) Despesas variáveis do canal	(27.024.207)	(33.382.843)	(38.151.821)	(41.967.003)	(45.824.469)	(49.666.084)	(53.428.285)	(57.043.592)	(60.442.430)	(63.555.203)	(66.828.283)
(-) Despesas fixas do canal	(2.906.573)	(3.590.472)	(4.103.397)	(4.513.737)	(4.928.624)	(5.341.807)	(5.746.448)	(6.135.290)	(6.500.851)	(6.835.643)	(7.187.677)
(-) Remuneração da administração	(575.900)	(711.406)	(813.035)	(894.338)	(976.543)	(1.058.410)	(1.138.584)	(1.215.628)	(1.288.059)	(1.354.394)	(1.424.145)
(=) Total de despesas operacionais	(35.249.864)	(43.386.302)	(49.526.111)	(54.397.768)	(59.325.342)	(64.235.636)	(69.048.611)	(73.679.295)	(78.040.078)	(82.043.330)	(86.252.072)
(=) EBITDA operacional	8.581.921	11.707.385	14.522.149	16.055.318	17.603.554	19.142.461	20.645.369	22.083.966	23.429.062	24.651.450	25.937.468
<i>% de margem EBITDA</i>	<i>11,13%</i>	<i>12,29%</i>	<i>13,34%</i>	<i>13,40%</i>	<i>13,46%</i>	<i>13,50%</i>	<i>13,54%</i>	<i>13,56%</i>	<i>13,58%</i>	<i>13,59%</i>	<i>13,60%</i>
(-) Deprec.: edificações da fábrica	(2.300.238)	(2.300.238)	(2.300.238)	(2.300.238)	(2.300.238)	(2.300.238)	(2.300.238)	(2.300.238)	(2.300.238)	(2.300.238)	
(-) Deprec.: máquinas e equipamentos	(2.015.260)	(2.015.260)	(2.015.260)	(2.015.260)	(2.015.260)	(2.015.260)	(2.015.260)	(2.015.260)	(2.015.260)	(2.015.260)	
(-) Deprec.: móveis e utensílios	(53.513)	(53.513)	(53.513)	(53.513)	(53.513)	(53.513)	(53.513)	(53.513)	(53.513)	(53.513)	
(-) Deprec.: equipamentos de informática	(34.738)	(34.738)	(34.738)	(34.738)	(34.738)						
(-) Deprec.: veículos	(12.023)	(12.023)	(12.023)	(12.023)	(12.023)						
(-) Deprec.: invest. manutenção acumul.	(259.423)	(527.277)	(803.836)	(1.089.383)	(1.384.211)	(1.688.621)	(2.002.924)	(2.327.441)	(2.662.506)	(3.008.460)	(4.186.707)
(=) Depreciação total	(4.675.195)	(4.943.049)	(5.219.608)	(5.505.156)	(5.799.984)	(6.057.632)	(6.371.935)	(6.696.453)	(7.031.518)	(7.377.472)	(4.186.707)
(=) Resultado antes de tributos	3.906.726	6.764.336	9.302.540	10.550.162	11.803.571	13.084.829	14.273.434	15.387.513	16.397.544	17.273.979	21.750.761
(-) IRPJ/CSLL	(1.328.287)	(2.299.874)	(3.162.864)	(3.587.055)	(4.013.214)	(4.448.842)	(4.852.967)	(5.231.754)	(5.575.165)	(5.873.153)	(7.395.259)

(R\$)	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Perp.
(=) Resultado líquido de tributos	2.578.439	4.464.462	6.139.677	6.963.107	7.790.357	8.635.987	9.420.466	10.155.759	10.822.379	11.400.826	14.355.502

(R\$)	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Perp.
(=) Resultado líquido de tributos	2.578.439	4.464.462	6.139.677	6.963.107	7.790.357	8.635.987	9.420.466	10.155.759	10.822.379	11.400.826	14.355.502
(+) Depreciação	4.675.195	4.943.049	5.219.608	5.505.156	5.799.984	6.057.632	6.371.935	6.696.453	7.031.518	7.377.472	4.186.707
(-) Investimento de manutenção	(5.838.466)	(6.028.217)	(6.224.134)	(6.426.418)	(6.635.276)	(6.850.923)	(7.073.578)	(7.303.469)	(7.540.832)	(7.785.909)	(7.056.012)
(-) Programa de recuperação	(1.241.618)	(1.281.971)	(1.323.635)	(1.366.653)	(1.411.069)	(849.875)					
<i>Necessidade de capital de giro, nível</i>	(1.866.196)	(2.305.301)	(2.634.629)	(2.898.092)	(3.164.475)	(3.429.764)	(3.689.568)	(3.939.228)	(4.173.940)	(4.388.897)	(4.614.924)
(-) Variação do capital de giro	1.866.196	439.105	329.329	263.463	266.383	265.288	259.804	249.660	234.712	214.957	226.027
(=) FCFF	2.039.746	2.536.428	4.140.845	4.938.655	5.810.377	7.258.109	8.978.628	9.798.403	10.547.777	11.207.346	9.660.701
(=) FCFF ajustado ao período parcial	1.938.508	2.536.428	4.140.845	4.938.655	5.810.377	7.258.109	8.978.628	9.798.403	10.547.777	11.207.346	9.660.701
<i>Fator de desconto acumulado</i>	1,0502	1,1813	1,3287	1,4945	1,6811	1,8908	2,1268	2,3923	2,6908	3,0266	
Valor presente do FCFF	1.845.807	2.147.169	3.116.431	3.304.472	3.456.390	3.838.546	4.221.610	4.095.891	3.919.935	3.702.931	
							Soma dos valores presentes do período explícito				33.649.183
							FCFF do primeiro período da perpetuidade				9.660.701
							Valor terminal, por capitalização de Gordon				131.797.402
							Valor presente do valor terminal				43.546.149
							(+) VP do escudo fiscal das edificações, Anos 11 a 25				1.715.755
							(=) Valor da atividade operacional				78.911.088

C.3 O fluxo terminal e o teste de coerência física

O fluxo do primeiro período da perpetuidade é apurado pela construção fundamental, na forma do item 9.6:

$$\text{fluxo terminal} = \text{resultado líquido de tributos} \times (1 - \text{taxa de reinvestimento})$$

Grandeza	R\$
Resultado líquido de tributos na perpetuidade	14.355.502
Taxa de reinvestimento, derivada	32,7038%
(=) Fluxo terminal	9.660.701

O fluxo terminal é o mesmo nas duas bases. A depreciação da perpetuidade decorre do investimento de reposição em regime, e não da base de aquisição, de modo que o fator de alocação, que difere entre as bases, não a alcança. As duas bases divergem apenas no que a taxa de desconto produz:

Componente	Base Global	Base US
Soma dos valores presentes do período explícito	30.344.008	33.649.183
Fluxo terminal	9.660.701	9.660.701
Valor terminal, por capitalização de Gordon	111.799.175	131.797.402
Valor presente do valor terminal	33.119.629	43.546.149
(+) VP do escudo fiscal das edificações	1.202.423	1.715.755
(=) Valor da atividade operacional	64.666.060	78.911.088
Participação do valor terminal	51,22%	55,18%

Teste de coerência física, perpetuidade	R\$
Reinvestimento líquido implícito no fluxo terminal	4.694.801
Investimento de manutenção em regime	7.056.012
(-) Depreciação em regime	(4.186.707)
(=) Reinvestimento líquido pela decomposição	2.869.305
Diferença a explicar	1.825.496

A leitura do teste, e a razão pela qual ele não integra o cálculo do valor, constam do item 9.6, que é o domicílio do cálculo terminal.

C.4 A razão de regime estacionário e a depreciação da perpetuidade

A depreciação da perpetuidade não iguala o investimento de reposição do período. Em regime que cresce, as safras antigas de investimento são menores que as recentes, e a depreciação corrente é fração do desembolso corrente:

$$\text{razão} = (1 \div n) \times [1 - (1+g)^{-n}] \div [1 - (1+g)^{-1}]$$

Insumo	Valor
Vida útil média do parque, n	22,5056 anos
Crescimento empregado, g	5,5731%
(=) Razão de regime estacionário	0,593353
Investimento de manutenção em regime	7.056.012
(=) Depreciação em regime	4.186.707

O crescimento empregado na expressão é o teto macroeconômico, e não o crescimento perpétuo de 5,1500% que a projeção adota. A construção alternativa produz razão de 0,614210 e reduz o valor da unidade em R\$ 253.258, ou 0,30%, medida que consta do bloco A.2 do item 12.3. É a menor amplitude de toda a matriz de sensibilidades.

C.5 O fator de alocação do preço

O fator limita a base fiscal do adquirente ao preço efetivamente pago, deduzidos os ativos não depreciáveis, na forma da decisão registrada no item 11.4. O bloco é fechado e converge por iteração manual, e o cálculo iterativo automático é vedado.

Componente	R\$
Edifícios e benfeitorias	76.965.122
Bens móveis em operação	24.344.832
(=) Subtotal depreciável	101.309.953
Terrenos	3.922.830
Estoques elegíveis	6.581.376
(=) Subtotal não depreciável	10.504.206
(=) Ativos identificáveis	111.814.159

Base	Valor da UPI	Fator de alocação	Base depreciável resultante
Global	83.303.099	71,8576%	72.798.893
Norte-americana	97.568.262	85,9383%	87.064.056

A verificação de que a base depreciável somada aos não depreciáveis não excede o valor apurado é atendida nas duas bases.

APÊNDICE D. PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO, ATIVIDADE DE LOCAÇÃO

Este apêndice é a memória de cálculo da atividade de locação. O item 9.7 do laudo remete a ele.

Valores em reais nominais. A atividade compreende 5.248,80 m² de área construída locada a terceiro externo à massa, correspondentes a 13,0575% da área construída total de 40.197,59 m². O rateio por área é o critério declarado no item 3.4.

A receita é indexada apenas pela inflação de longo prazo, de 3,25% ao ano. Renda contratual não apresenta crescimento real na ausência de expansão de área locável, e a projeção não contempla expansão.

As despesas operacionais do imóvel figuram em zero. As despesas prediais identificáveis já integram a estrutura administrativa deduzida da atividade operacional, e deduzi-las também aqui produziria dupla contagem.

As duas bases diferem em quatro parâmetros do custo de capital, que são o beta desalavancado, a estrutura-alvo de capital, a alíquota efetiva de origem e a intensidade de reinvestimento do setor de referência. Todo o resto é idêntico.

D.1 Base Global de comparáveis, taxa de desconto de 11,6974%

(R\$)	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Perp.
Receita de aluguéis, líquida de intragrupo	1.639.084	1.692.355	1.747.356	1.804.145	1.862.780	1.923.320	1.985.828	2.050.368	2.117.005	2.185.807	2.256.846
(-) Despesas operacionais do imóvel	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) Resultado operacional líquido	1.639.084	1.692.355	1.747.356	1.804.145	1.862.780	1.923.320	1.985.828	2.050.368	2.117.005	2.185.807	2.256.846
(-) Depreciação das edificações locadas	(288.859)	(288.859)	(288.859)	(288.859)	(288.859)	(288.859)	(288.859)	(288.859)	(288.859)	(288.859)	
(-) Deprec. Investim. de reposição acum.	0	(4.979)	(10.120)	(15.429)	(20.909)	(26.568)	(32.411)	(38.444)	(44.672)	(51.103)	(228.479)
(=) Depreciação total	(288.859)	(293.839)	(298.980)	(304.288)	(309.769)	(315.428)	(321.270)	(327.303)	(333.532)	(339.963)	(228.479)
(=) Resultado antes de tributos	1.350.225	1.398.516	1.448.376	1.499.857	1.553.011	1.607.893	1.664.558	1.723.065	1.783.473	1.845.844	2.028.367
(-) Imposto de renda e contribuição social	(459.076)	(475.495)	(492.448)	(509.951)	(528.024)	(546.683)	(565.950)	(585.842)	(606.381)	(627.587)	(689.645)
(=) Resultado líquido de tributos	891.148	923.020	955.928	989.906	1.024.987	1.061.209	1.098.608	1.137.223	1.177.092	1.218.257	1.338.722
(-) Investimento de reposição	(124.482)	(128.528)	(132.705)	(137.018)	(141.471)	(146.069)	(150.816)	(155.718)	(160.779)	(166.004)	(326.616)
(+) Depreciação	288.859	293.839	298.980	304.288	309.769	315.428	321.270	327.303	333.532	339.963	228.479
(-) Variação do capital de giro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) FCFF	1.055.526	1.088.331	1.122.203	1.157.176	1.193.285	1.230.568	1.269.062	1.308.808	1.349.845	1.392.216	1.240.585
(=) FCFF ajustado ao período parcial	439.802	1.088.331	1.122.203	1.157.176	1.193.285	1.230.568	1.269.062	1.308.808	1.349.845	1.392.216	1.240.585
<i>Fator de desconto acumulado</i>	<i>1,0472</i>	<i>1,1697</i>	<i>1,3065</i>	<i>1,4593</i>	<i>1,6300</i>	<i>1,8207</i>	<i>2,0337</i>	<i>2,2715</i>	<i>2,5372</i>	<i>2,8340</i>	
Valor presente do FCFF	419.991	930.465	858.949	792.961	732.072	675.883	624.031	576.177	532.011	491.248	
							Soma dos valores presentes do período explícito				6.633.787
							FCFF do primeiro período da perpetuidade				1.240.585
							Valor terminal, por capitalização de Gordon				14.685.965
							Valor presente do valor terminal				5.181.986
							(+) VP do escudo fiscal das edificações, Anos 11 a 25				239.891
							(=) Valor da atividade de locação				12.055.663

D.2 Base US de comparáveis, taxa de desconto de 12,0415%

(R\$)	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Perp.
Receita de aluguéis, líquida de intragrupo	1.639.084	1.692.355	1.747.356	1.804.145	1.862.780	1.923.320	1.985.828	2.050.368	2.117.005	2.185.807	2.256.846
(-) Despesas operacionais do imóvel	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) Resultado operacional líquido	1.639.084	1.692.355	1.747.356	1.804.145	1.862.780	1.923.320	1.985.828	2.050.368	2.117.005	2.185.807	2.256.846
(-) Depreciação das edificações locadas	(345.462)	(345.462)	(345.462)	(345.462)	(345.462)	(345.462)	(345.462)	(345.462)	(345.462)	(345.462)	
(-) Deprec. Investim. de reposição acum.	0	(2.820)	(5.732)	(8.738)	(11.843)	(15.048)	(18.357)	(21.774)	(25.302)	(28.944)	(228.479)
(=) Depreciação total	(345.462)	(348.283)	(351.194)	(354.201)	(357.305)	(360.510)	(363.819)	(367.236)	(370.764)	(374.406)	(228.479)
(=) Resultado antes de tributos	1.293.622	1.344.072	1.396.162	1.449.944	1.505.475	1.562.810	1.622.009	1.683.132	1.746.241	1.811.401	2.028.367
(-) Imposto de renda e contribuição social	(439.831)	(456.985)	(474.695)	(492.981)	(511.861)	(531.355)	(551.483)	(572.265)	(593.722)	(615.876)	(689.645)
(=) Resultado líquido de tributos	853.791	887.088	921.467	956.963	993.613	1.031.455	1.070.526	1.110.867	1.152.519	1.195.525	1.338.722
(-) Investimento de reposição	(70.505)	(72.796)	(75.162)	(77.605)	(80.127)	(82.731)	(85.420)	(88.196)	(91.062)	(94.022)	(326.616)
(+) Depreciação	345.462	348.283	351.194	354.201	357.305	360.510	363.819	367.236	370.764	374.406	228.479
(-) Variação do capital de giro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) FCFF	1.128.748	1.162.574	1.197.499	1.233.560	1.270.792	1.309.234	1.348.926	1.389.907	1.432.221	1.475.909	1.240.585
(=) FCFF ajustado ao período parcial	470.312	1.162.574	1.197.499	1.233.560	1.270.792	1.309.234	1.348.926	1.389.907	1.432.221	1.475.909	1.240.585
<i>Fator de desconto acumulado</i>	<i>1,0485</i>	<i>1,1748</i>	<i>1,3162</i>	<i>1,4747</i>	<i>1,6523</i>	<i>1,8513</i>	<i>2,0742</i>	<i>2,3239</i>	<i>2,6038</i>	<i>2,9173</i>	
Valor presente do FCFF	448.551	989.617	909.794	836.468	769.103	707.210	650.340	598.080	550.053	505.913	
							Soma dos valores presentes do período explícito				6.965.131
							FCFF do primeiro período da perpetuidade				1.240.585
							Valor terminal, por capitalização de Gordon				14.111.230
							Valor presente do valor terminal				4.837.055
							(+) VP do escudo fiscal das edificações, Anos 11 a 25				273.613
							(=) Valor da atividade de locação				12.075.799

D.3 O terminal da locação, apurado por proxy

O terminal da atividade de locação não é construído pela identidade fundamental empregada na atividade operacional. Emprega-se proxy conservadora, na forma da decisão registrada no item 9.7: o investimento de reposição da perpetuidade é fixado em 3,25% da base de edificações locadas, correspondente à manutenção nominal do ativo.

Grandeza	Base Global	Base US
Base de depreciação das edificações locadas	10.049.720	10.049.720
Investimento de reposição em regime	326.616	326.616
Fluxo terminal	1.240.585	1.240.585
Crescimento perpétuo	3,2500%	3,2500%
Taxa de desconto	11,6974%	12,0415%
(=) Valor terminal	14.685.965	14.111.230
Participação do valor terminal	42,98%	40,06%

A depreciação predial não se repete indefinidamente. Cessa no Ano 10 no fluxo explícito, e os quinze anos fiscais restantes entram como valor presente do escudo, na linha própria de cada quadro.

A proxy é declarada como tal, e não como identidade demonstrada. É o fundamento da apresentação em paralelo adotada no item 11.3.

D.4 Testes de sustentação da atividade de locação

Teste	Base Global	Base US
Múltiplo implícito sobre resultado operacional líquido	7,59x	7,61x
Múltiplo setorial de fundos imobiliários	19,70x	19,87x
Avaliação patrimonial atribuível à área locada	10.049.720	10.049.720
Valor apurado sobre a avaliação patrimonial	1,1996	1,2016

O múltiplo implícito situa-se abaixo de quarenta por cento do múltiplo setorial nas duas bases. O valor apurado supera em cerca de vinte por cento a avaliação patrimonial atribuível à área, o que é compatível com ativo locado gerando renda contratual, e não com terreno ou edificação vazia.

O teste de taxa de capitalização não é apresentado. Ele partiria da própria renda para chegar ao próprio valor, e nada acrescentaria à verificação.

D.5 Reduções de alcance declaradas

Os contratos de locação não integram o conjunto de fontes deste trabalho. A receita de aluguéis foi apurada nos registros contábeis, líquida das operações intragrupo, e a projeção adota indexação pela inflação e continuidade da relação locatícia. Prazo, forma de reajuste, encargos e vigência após a alienação permanecem por confirmar, e a obtenção dos instrumentos consta das recomendações do item 14.6.

A área locada de 5.248,80 m² decorre do levantamento de área construída. A verificação da correspondência entre essa área e a efetivamente contratada depende dos mesmos instrumentos.

A sensibilidade da inclusão desta atividade na conclusão consta do bloco G.1 do item 12.3, e alcança 14,47% do valor apurado.

APÊNDICE E. DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO COMBINADA E PONTE DO RESULTADO RECORRENTE

Apuração a partir dos balancetes analíticos das sociedades operacionais, com eliminação recíproca das operações intragrupo. O exercício de 2021 consta para referência e foi excluído de todas as médias, regressões e premissas, na forma do item 5.4 do laudo.

E.1 Composição da receita

(R\$)	2021	2022	2023	2024	2025
Receita líquida operacional, DITÁLIA	18.138.963	14.230.962	18.795.274	39.004.164	54.168.899
Receita líquida operacional, CZ	5.828.546	16.291.142	26.109.756	59.194.801	84.388.384
(-) Eliminação de vendas intragrupo	(3.325.386)	(8.237.467)	(14.007.714)	(35.702.129)	(48.220.068)
(=) Rec. líquida oper. combinada	20.642.123	22.284.638	30.897.316	62.496.837	90.337.215
Rec. aluguéis, líquida intercompany	1.396.316	1.324.454	1.557.962	1.620.686	1.587.491
Outras receitas	49.194	30.154	28.409	2.090.443	876.301

Composição da receita bruta da DITÁLIA

(R\$)	2021	2022	2023	2024	2025
Produtos, mercado interno	15.156.615	14.760.249	22.677.321	48.321.339	68.036.364
Produtos, mercado externo	1.175.792	1.637.678	1.756.630	0	0
Mercadorias, mercado interno	490.780	1.433	403.548	1.956.117	3.000.674
Industrialização por encomenda	6.072.443	1.922.169	578.677	496.759	542.194
(-) Vendas canceladas e devoluções	(127.050)	(192.438)	(1.096.867)	(89.075)	(1.214.198)
(-) Impostos incidentes sobre vendas	(4.629.615)	(3.898.129)	(5.524.036)	(11.680.976)	(16.196.135)

Composição da receita bruta da CZ

(R\$)	2021	2022	2023	2024	2025
Receita bruta de venda	8.116.179	21.196.294	37.819.507	83.998.185	115.678.277
(-) Impostos sobre vendas	(2.017.413)	(4.266.494)	(10.582.568)	(22.776.434)	(28.563.567)
(-) Devoluções de vendas	(301.117)	(779.153)	(1.387.180)	(2.511.365)	(3.207.003)
(+) Impostos sobre devoluções	30.897	140.495	259.996	479.583	480.678

E.2 Demonstração de resultado combinada

(R\$)	2021	2022	2023	2024	2025
Receita líquida operacional	20.642.123	22.284.638	30.897.316	62.496.837	90.337.215
(-) Custos de produção	(16.725.956)	(18.902.141)	(24.228.455)	(27.842.877)	(39.352.338)
(=) Resultado bruto	3.916.167	3.382.496	6.668.861	34.653.959	50.984.877
% de margem bruta	18,97%	15,18%	21,58%	55,45%	56,44%
(-) Despesas operacionais	(3.985.549)	(8.189.415)	(13.596.203)	(29.093.057)	(41.368.313)
(=) Resultado operacional	(69.383)	(4.806.919)	(6.927.342)	5.560.902	9.616.564
% de margem operacional	-0,34%	-21,57%	-22,42%	8,90%	10,65%
(+) Depreciação e amortização	2.629.434	2.550.101	2.250.619	2.015.677	2.008.200
(=) EBITDA operacional	2.560.051	(2.256.817)	(4.676.724)	7.576.579	11.624.764
% de margem EBITDA	12,40%	-10,13%	-15,14%	12,12%	12,87%
(+) Resultado de aluguéis	1.396.316	1.324.454	1.557.962	1.620.686	1.587.491
(+) Outras receitas	49.194	30.154	28.409	2.090.443	876.301
(=) EBITDA total do grupo	4.005.562	(902.209)	(3.090.352)	11.287.708	14.088.556

O EBITDA total do grupo é apurado sobre o EBITDA operacional, e não sobre o resultado operacional. A linha de memória, que soma as duas rubricas ao resultado operacional antes da reversão da depreciação, é grandeza de nível de resultado antes de juros e tributos, e não é a base do confronto de alavancagem do item 6.7. A distinção importa: as duas grandezas diferem em R\$ 2.008.200 no exercício de 2025, que é a depreciação e a amortização do período.

E.3 Ponte para a base de projeção, exercício de 2025

Etapa	R\$
Resultado operacional apurado	9.616.564
(+) Depreciação de ativos produtivos, conta 43301006	1.973.470
(+) Provisão de perdas com créditos de clientes, conta 5128	1.306.845
(+) Receita com resíduos industriais, conta 31151000	409.380
(=) Base operacional recorrente de projeção	13.306.259
Receita operacional com resíduos	90.746.595
Margem sobre a receita	14,66%

Itens examinados e não ajustados

Item	Valor em 2025	Tratamento
Recuperação tributária, conta 31301006	453.344	Excluída da base. Evento de exercício, sem lastro de recorrência
Resultado de aluguéis	1.587.491	Segregado para a atividade de locação
Depreciação de ativos não produtivos e amortização	34.730	Mantida como redutor
Despesas tributárias da CZ, conta 5220	1.305.664	Mantidas integralmente. Elevaram-se de R\$ 471.926 em 2024 e comportariam normalização. A manutenção reduz a base e é conservadora
Honorários e serviços de terceiros, conta 5137	1.661.339	Mantidos integralmente. Elevaram-se de R\$ 116.753 em 2024. Mesma razão

E.4 Estrutura de despesas

Despesas do canal direto, sobre a receita bruta do canal

(R\$)	2021	2022	2023	2024	2025
Fretes sobre vendas	1.269.431	3.114.006	6.113.664	14.623.458	20.220.920
Comissões e prêmios de plataforma	652.130	2.911.214	4.609.735	7.716.263	11.929.698
Publicidade e propaganda	20.806	35.722	225.820	2.140.129	691.317
(-) Reembolso de avarias e fretes	0	(129)	0	(369.891)	(1.048.750)
(-) Eliminação de aluguéis pagos à DITÁLIA, conta 4208	(818.375)	0	0	0	0
(=) Despesas variáveis do canal	1.123.992	6.060.814	10.949.219	24.109.959	31.793.184
% sobre a receita bruta do canal	13,85%	28,59%	28,95%	28,70%	27,48%
% de comissão efetiva de plataforma	8,03%	13,73%	12,19%	9,19%	10,31%
Despesas fixas recorrentes do canal	291.110	49.384	357.302	1.837.984	3.419.498
% sobre a receita operacional	1,41%	0,22%	1,16%	2,94%	3,79%

A linha de eliminação comparece uma única vez, no exercício de 2021, e corresponde ao aluguel pago pela sociedade de canal à sociedade industrial, registrado naquele exercício na conta 4208 e nos seguintes na conta 4406. É a mesma eliminação que reconcilia a série de 2021 nos itens 5.4 e 6.1, e sua ausência deste quadro fazia com que a coluna de 2021 não fechasse com as próprias parcelas.

Estrutura própria da DITÁLIA

(R\$)	2021	2022	2023	2024	2025
Estrutura administrativa	1.455.386	1.610.783	2.007.566	2.582.635	3.117.783
Estrutura comercial	1.112.474	465.223	278.815	561.295	1.726.899
Geral	2.588	3.211	3.301	1.183	4.104

A estrutura administrativa foi decomposta por regressão sobre os exercícios de 2022 a 2025, resultando em componente fixo de R\$ 1.248.532 e componente proporcional de 2,0992% da receita operacional, com coeficiente de determinação de 0,98.

A estrutura comercial não foi objeto de regressão. A folha de pessoal comercial somente foi alocada ao respectivo centro de custo a partir de 2025, de modo que a série anterior é incomparável. Adotou-se o percentual de 2025, de 1,9116%.

E.5 Teste de comparabilidade setorial sobre receita fabril equivalente

(R\$)	2021	2022	2023	2024	2025
Receita líquida operacional	20.642.123	22.284.638	30.897.316	62.496.837	90.337.215
(-) Despesas variáveis do canal direto	(1.123.992)	(6.060.814)	(10.949.219)	(24.109.959)	(31.793.184)
(=) Receita fabril equivalente	19.518.131	16.223.824	19.948.097	38.386.877	58.544.031
% de custo de produção sobre a receita equivalente	85,69%	116,51%	121,46%	72,53%	67,22%
% de margem bruta equivalente	14,31%	-16,51%	-21,46%	27,47%	32,78%
% de despesas de estrutura sobre a receita equivalente	14,66%	13,12%	13,27%	12,98%	16,36%

Indicador, média de 2024 e 2025	Apurado	Referência US	Referência Global
Custo de produção	69,88%	69,72%	71,99%
Margem bruta	30,12%	30,28%	28,01%
Despesas de estrutura	14,67%	22,43%	16,91%

Os exercícios de 2022 e 2023 não integram a média por refletirem subabsorção industrial durante a transição de canal, com custos de produção superiores à própria receita equivalente.

E.6 Estrutura patrimonial, posição de 31 de dezembro de 2025

Natureza da obrigação	R\$	Participação
Obrigações trabalhistas e fiscais não liquidadas	111.166.627	40,9%
Credores quirografários habilitados	101.861.939	37,4%
Adiantamentos recebidos de clientes	41.799.473	15,4%
Dívida financeira onerosa	4.593.759	1,7%
Fornecedores, tributos correntes e demais	12.710.218	4,7%
Exigível combinado	272.132.016	100,0%

Verificação	Valor
Exigível da DITÁLIA	266.917.236
Exigível da CZ	5.214.780
Ativo total da DITÁLIA	182.801.743
Patrimônio líquido a descoberto	84.115.494
EBITDA total do grupo, denominador do confronto	14.088.556
Exigível combinado sobre o EBITDA total do grupo	19,3 vezes
Dívida financeira onerosa sobre o EBITDA total do grupo	0,33 vez

$$19,3 = 272.132.016 \div 14.088.556$$

$$0,33 = 4.593.759 \div 14.088.556$$

Os valores do exigível e do ativo total são apurados nos balancetes de 31 de dezembro de 2025 das duas sociedades operacionais, e não integram o modelo de avaliação: a unidade produtiva isolada é alienada livre dessas obrigações, na forma do item 2.3. Comparecem com finalidade contextual declarada, e nenhum deles entra em linha alguma da projeção.

E.7 Série da provisão de perdas com créditos

(R\$)	2021	2022	2023	2024	2025
Provisão de perdas com créditos de clientes, conta 5128	0	0	0	0	1.306.845
Receita bruta do canal direto	8.116.179	21.196.294	37.819.507	83.998.185	115.678.277
% sobre a receita bruta do canal	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,13%

O lançamento comparece uma única vez na série, no exercício de 2025, e corresponde a 31,6% do saldo de clientes naquela data, saldo esse equivalente a 13,1 dias de receita bruta.

A série demonstra a excepcionalidade do lançamento, e nada além. Não demonstra que a inadimplência recorrente do canal seja nula: canal de comércio eletrônico com repasse por plataforma em quinze dias apresenta perda de crédito baixa, e não inexistente, e a ausência de

provisão constituída nos quatro exercícios anteriores é compatível tanto com perda efetivamente nula quanto com política contábil que a reconhecia por outra via.

Por essa razão a projeção não adota nenhum dos dois extremos da série. Normaliza a rubrica em 0,50% da receita bruta do canal, patamar arbitrado entre o zero dos quatro primeiros exercícios e o 1,13% verificado em 2025, na forma do item 7.4.

Cenário	Valor da UPI (R\$)	Variação
Provisão zero, patamar de 2021 a 2024	88.494.079	6,2%
Provisão de 0,50%, adotada	83.303.099	
Provisão de 1,13%, patamar verificado em 2025	76.762.464	(7,9%)

A amplitude de 14,1% coloca a premissa na sétima posição da hierarquia do item 12.4. A medida integra o bloco C.1 do item 12.3.

APÊNDICE F. ANÁLISE DO IMOBILIZADO

Apuração a partir da avaliação patrimonial em versão preliminar e da relação analítica de 1.908 bens móveis, adotadas na forma do item 10.1 do laudo.

F.1 Resumo da avaliação patrimonial por classe

Classe	Quantidade	Valor de mercado (R\$)	Custo de reposição (R\$)	% da vida consumida
Equipamentos de informática	141	202.109	301.844	33,0%
Máquinas e equipamentos	235	28.423.795	103.643.586	72,6%
Móveis e utensílios	1.530	629.701	2.515.997	75,0%
Veículos	2	69.952	71.760	2,5%
Subtotal, bens móveis	1.908	29.325.557	106.533.186	72,5%
Edifícios e benfeitorias	19	76.965.122		
Terrenos	2	3.922.830		
Subtotal, bens imóveis	21	80.887.952		
Total	1.929	110.213.509		

F.2 Bens em operação e fora de operação

	Quantidade	Valor de mercado (R\$)	Custo de reposição (R\$)	% da vida consumida
Equipamentos de informática	141	202.109	301.844	33,0%
Máquinas e equipamentos	210	23.450.084	70.423.781	66,7%
Móveis e utensílios	1.518	622.686	2.343.668	73,4%
Veículos	2	69.952	71.760	2,5%
(=) Em operação	1.871	24.344.832	73.141.053	66,7%
Máquinas e equipamentos	25	4.973.710	33.219.805	85,0%
Móveis e utensílios	12	7.015	172.329	95,9%
(=) Fora de operação	37	4.980.725	33.392.133	85,1%
Total	1.908	29.325.557	106.533.186	72,5%

Os bens fora de operação, assinalados na relação analítica como desativados, desmontados ou sem valor comercial, foram excluídos do cronograma de reposição e da base de depreciação. Ambas as exclusões reduzem o valor apurado.

F.3 Vida útil, médias ponderadas pelo custo de reposição, bens em operação

Medida	Numerador	Denominador	Média ponderada
Vida útil total atribuída	1.646.083.754	73.141.053	22,5056 anos
Idade aparente	1.243.518.013	73.141.053	17,0016 anos
Vida remanescente	402.565.741	73.141.053	5,5040 anos
Verificação: idade mais remanescente menos total			zero
Consumo do parque			75,5%

Média simples não ponderada, para contraste: 16,81 anos. A diferença decorre dos 1.366 itens de mobiliário, que representam 73% dos itens e 2,2% do valor de reposição. Empregar a média simples elevaria o investimento de manutenção em regime em cerca de um terço.

F.4 Distribuição da vida útil atribuída, bens em operação

Vida útil (anos)	Itens	Custo de reposição (R\$)	% da reposição	Contribuição para a média
5	1	2.343	0,00%	0,0002
10	80	167.569	0,23%	0,0229
12	8	41.970	0,06%	0,0069
15	1366	1.581.171	2,16%	0,3243
16	76	119.600	0,16%	0,0262
18	21	29.109	0,04%	0,0072
19	1	9.204	0,01%	0,0024
20	98	46.861.734	64,07%	12,8141
25	26	10.474.508	14,32%	3,5802
30	191	13.283.843	18,16%	5,4486
35	3	570.000	0,78%	0,2728
Total	1.871	73.141.053	100,00%	22,5056

A soma das contribuições reproduz exatamente a média ponderada. Noventa e oito itens com vida atribuída de vinte anos concentram 64,1% do valor de reposição e respondem sozinhos por 12,81 dos 22,51 anos da média.

F.5 Cronograma de reposição a custo de bem novo, bens em operação

Cada bem foi alocado ao exercício correspondente à sua vida remanescente arredondada. Vidas esgotadas ou negativas caem no Ano 0.

Ano	A repor no ano (R\$)	Acumulado (R\$)	% do parque
0	12.025.360	12.025.360	16,4%
1	3.342.042	15.367.403	21,0%
2	197.512	15.564.915	21,3%
3	7.447.719	23.012.634	31,5%
4	3.988.967	27.001.600	36,9%
5	4.908.627	31.910.228	43,6%
6	5.371.208	37.281.436	51,0%
7	21.040.445	58.321.881	79,7%
8	421.276	58.743.158	80,3%
9	134.721	58.877.879	80,5%
10	9.694.371	68.572.250	93,8%
11	148.381	68.720.631	94,0%
12	4.219.890	72.940.521	99,7%
13	0	72.940.521	99,7%
14	77.401	73.017.922	99,8%
15	46.231	73.064.153	99,9%
16	51.900	73.116.053	100,0%
17	25.000	73.141.053	100,0%
Total	73.141.053		100,0%

Agregação	R\$	% do parque
Ano 0, vida remanescente esgotada	12.025.360	16,4%
Anos 1 a 5	19.884.867	27,2%
Anos 6 a 10	36.662.022	50,1%
Anos 11 a 17	4.568.803	6,2%
Anos 1 a 10, média anual	5.654.689	

Os dez primeiros exercícios concentram 93,8% da reposição. Os degraus mais pronunciados situam-se nos Anos 3, 7 e 10.

F.6 Direcionadores examinados para o investimento de manutenção

Direcionador	% da receita de 2025	R\$/ano	Decisão
(i) Proxy setorial de depreciação sobre receita	2,15%	1.945.091	Descartado. Não utiliza a relação de bens do próprio perímetro
(ii) Reposição em regime, anualizada item a item	3,72%	3.356.859	Adotado para a perpetuidade
(iii) Cronograma da avaliação, média dos Anos 1 a 10	6,26%	5.654.689	Adotado para o período explícito
(iv) Vida fiscal	2,73%	2.461.689	Descartado. Confunde vida fiscal com vida econômica

O direcionador adotado no período explícito é 68% superior ao de regime, o que reduz o fluxo projetado nos dez primeiros exercícios.

F.7 Base de depreciação do adquirente

Classe	Base, valor de mercado em operação (R\$)	Taxa fiscal	Depreciação anual (R\$)	Vida fiscal	Esgota no
Máquinas e equipamentos	23.450.084	10%	2.345.008	10 anos	Ano 10
Móveis e utensílios	622.686	10%	62.269	10 anos	Ano 10
Equipamentos de informática	202.109	20%	40.422	5 anos	Ano 5
Veículos	69.952	20%	13.990	5 anos	Ano 5
Subtotal, bens móveis	24.344.832		2.461.689		
Edificações da fábrica	66.915.401	4%	2.676.616	25 anos	Ano 25
Total aplicado fluxo operacional	91.260.233		5.138.305		
Edificações da atividade de locação	10.049.720	4%	401.989	25 anos	Ano 25
Terrenos, não depreciáveis	3.922.830				

F.8 Confronto com a base contábil dos bens móveis

Item	R\$	%
Custo de aquisição registrado	21.883.263	
Depreciação acumulada	(18.610.069)	85,0%
Valor residual contábil	3.273.194	15,0%
Avaliação a mercado dos bens móveis	29.325.557	
Mais-valia sobre o registro contábil	26.052.363	

F.9 Estado de conservação, bens em operação, ponderado pelo custo de reposição

Estado	Custo de reposição (R\$)	%
B, entre novo e regular	74.187	0,1%
C, regular	69.249.884	94,7%
D, entre regular e reparos simples	283.631	0,4%
E, reparos simples	51.280	0,1%
F, entre reparos simples e importantes	917.924	1,3%
G, reparos importantes	996.069	1,4%
H, entre reparos importantes e sem valor	34.465	0,0%
Sem estado atribuído	1.533.613	2,1%
Total	73.141.053	100,0%

F.10 Programa de recuperação e capacidade instalada

Item	Valor
Bens em operação com vida remanescente esgotada, a custo de reposição	R\$ 12.025.360
Fração adotada como desembolso inadiável	50%
Prazo de diluição	5 anos
Desembolso anual projetado	R\$ 1.202.536

A fração de cinquenta por cento é arbitramento do subscritor. Nem todo bem de vida contábil esgotada exige substituição imediata, e nem todo ele opera indefinidamente.

Item	Valor
Ociosidade adotada	40%
Receita líquida operacional de 2025	R\$ 90.337.215
Capacidade instalada em receita, a preços de 2025	R\$ 150.562.025
Receita real do Ano 10, a preços de 2025	R\$ 133.624.383
Utilização da capacidade no Ano 10	88,75%
Ociosidade mínima requerida	32,39%
Folga sobre o limiar	7,61 pontos percentuais
Expansão real requerida	Zero

A ociosidade opera como restrição binária, e não como premissa contínua: acima de 32,39% a magnitude da folga não afeta o valor. O tratamento por limiar consta do bloco D.2 do item 12.3.

F.11 Segregação dos bens fora de operação

Os trinta e sete bens fora de operação não integram a base de depreciação nem o cronograma de reposição, e nenhum deles é somado ao valor apurado. A relação analítica permite separá-los em dois conjuntos de tratamento distinto, e a separação é o fundamento da recomendação de segregação do item 14.6.

Conjunto	Itens	Valor de mercado (R\$)	Custo de reposição (R\$)
Vida remanescente positiva	16	3.542.513	16.283.963
Vida remanescente esgotada	21	1.438.213	17.108.170
Total fora de operação	37	4.980.725	33.392.133

Os dezesseis com vida remanescente positiva

Vida remanescente	Descrição	Marca	Ano	Valor de mercado (R\$)
6 anos	Coladeira de borda	IMA	2012	2.943.789
5 anos	Linha de pintura com 1 alimentador e 6 trechos	Crippa		478.904
6 anos	Fresadora copiadora	Harwar	2002	23.380
10 anos	Fresadora copiadora	Harwar	2006	16.700
10 anos	Fresadora copiadora	Harwar	2006	16.700
6 anos	Linha de embalagem	Máquina Pack	2007	14.880
10 anos	Coifa em aço inoxidável			12.910
1 ano	Serra meia esquadria	Inmes	2007	7.798
10 anos	Prensa para montagem de talas	Harwar		6.680
6 anos	Fresadora copiadora	Harwar	2002	6.200
10 anos	Fresadora copiadora	Harwar	2006	6.200
2 anos	Serra dupla	Inmes	2008	3.720
6 anos	Envolvedora	Máquina Pack	2015	2.480
5 anos	Furadeira de bancada	Helmo		1.190
5 anos	Mesa de reunião oval em madeira	Florense		756
5 anos	Mesa de madeira	Florense		225
Total				3.542.513

Dois itens concentram 96,6% do valor de mercado do conjunto. A coladeira de borda desativada, de 2012, tem seis anos de vida remanescente atribuída e valor de mercado de R\$ 2.943.789, ao passo que as seis coladeiras em operação apresentam, cinco delas, entre zero e um ano de vida remanescente. O bem desativado vale aproximadamente cinco vezes a melhor unidade em operação.

Esses dezesseis bens constituem reservas potenciais de capacidade. A qualificação é deliberadamente restritiva: reserva potencial não é ativo adicional, e sua eventual reativação depende de exame técnico que não integra este trabalho. Nenhum deles é somado ao valor apurado, e a projeção não reconhece redução do investimento de manutenção em razão de sua existência.

Os vinte e um com vida remanescente esgotada

Classe	Itens	Valor de mercado (R\$)	Custo de reposição (R\$)
Máquinas e equipamentos	11	1.432.179	16.940.372
Móveis e utensílios	10	6.034	167.799
Total	21	1.438.213	17.108.170

Recomenda-se a segregação desses vinte e um bens no edital, com identificação individualizada pela relação analítica. A recomendação tem duas razões. A primeira é que sua permanência no conjunto alienado transfere ao adquirente o custo de destinação de bens sem função produtiva. A segunda é que sua alienação em separado, se realizada, não reduz o valor da unidade produtiva isolada, porque nenhum deles integra a base que o produz.

Vedação de emprego

O custo de reposição do conjunto fora de operação, de R\$ 33.392.133, não constitui valor, e a diferença para o valor de mercado de R\$ 4.980.725 mede a distância entre repor um bem e vendê-lo no estado em que se encontra. Nenhuma das duas grandezas é somada ao valor da unidade produtiva isolada, e a menção ao custo de reposição neste apêndice tem finalidade exclusivamente descritiva do parque.

APÊNDICE G. MATRIZ DE SENSIBILIDADES

Cada bloco isola uma premissa e altera apenas ela, mantidas as demais constantes. A linha em negrito é o critério adotado; as demais são variações medidas sobre ele. O item 12.3 do laudo é o domicílio da matriz, e este apêndice a reproduz por inteiro.

Base Global de comparáveis, cujo resultado adotado é de R\$ 83.303.099. A projeção operacional é única: a Base US altera apenas o custo de capital.

G.1 Bloco terminal, em dois eixos

O valor terminal não admite sensibilidade sobre parâmetro isolado, porque as três grandezas que o compõem estão presas pela identidade do item 3.5. Sensibilizam-se o crescimento perpétuo e o retorno marginal; a taxa de reinvestimento é saída, e nunca entrada.

Retorno marginal	Parâmetro	g = 5,1500%, adotado	g = 4,50%	g = 3,25%
Retorno sobre o capital, convertido	13,7158%	80.608.762	79.195.783	76.545.724
<i>reinvestimento resultante</i>		37,55%	32,81%	23,70%
Igual ao custo de capital	13,7911%	80.722.838	79.285.733	76.599.723
<i>reinvestimento resultante</i>		37,34%	32,63%	23,57%
Ajustado por arrendamento, adotado	15,7473%	83.303.099	81.320.305	77.821.111
<i>reinvestimento resultante</i>		32,70%	28,58%	20,64%
Hipotético	18,0000%	85.579.614	83.115.370	78.898.719
<i>reinvestimento resultante</i>		28,61%	25,00%	18,06%

A taxa de reinvestimento percorre o intervalo de 18,06% a 37,55%. Variá-la de forma independente quebraria a identidade.

O piso da coluna do retorno, de 13,7158%, é o retorno sobre o capital do setor convertido à moeda da projeção, sem o ajuste por efeito de arrendamento. A linha seguinte, de 13,7911%, iguala o retorno ao custo de capital e anula o excesso de retorno. A alternativa de empregar o retorno sem conversão pelo diferencial de inflação, de 14,6196%, está contida entre a segunda e a terceira linhas, cuja distância é de R\$ 2,58 milhões.

G.2 A razão de regime estacionário do terminal

Bloco	Cenário	Razão	Depreciação em regime (R\$)	Valor da UPI (R\$)	Variação
A.2	Crescimento de 5,5731%, adotado	0,593353	4.186.707	83.303.099	
A.2	Crescimento de 5,1500%, o da projeção	0,614210	4.333.871	83.049.841	(0,3%)

Na Base US, R\$ 97.568.262 contra R\$ 97.232.463. A construção da razão e o registro do insumo constam do item C.4 do Apêndice C.

G.3 Custo de capital

Bloco	Cenário	Parâmetro	Ke em reais	WACC	Valor da UPI (R\$)	Variação
B.1	Prêmio de risco de mercado implícito	4,20%	13,6749%	13,7911%	83.303.099	
B.1	Prêmio histórico de longo prazo	5,48%	15,0938%	14,9197%	74.134.825	(11,0%)
B.2	Taxa livre de risco, média de 30 pregões	4,5557%	13,6749%	13,7911%	83.303.099	
B.2	Cotação isolada de 31 de julho de 2026	4,7500%	13,8711%	13,9472%	81.886.805	(1,7%)
B.2	Média de 60 pregões	4,5247%	13,6436%	13,7662%	83.533.975	0,3%
B.3	Risco-país por classificação soberana	3,0984%	13,6749%	13,7911%	83.303.099	
B.3	Risco-país por contrato de proteção de crédito	3,2334%	13,8246%	13,9101%	82.218.056	(1,3%)
B.4	Prêmio de tamanho não adotado	zero	13,6749%	13,7911%	83.303.099	
B.4	Prêmio hipotético	0,57%	14,2505%	14,2489%	79.293.630	(4,8%)
B.4	Prêmio hipotético	1,00%	14,6847%	14,5943%	76.540.292	(8,1%)
B.4	Prêmio hipotético	2,00%	15,6946%	15,3975%	70.895.568	(14,9%)
B.4	Prêmio hipotético	3,00%	16,7044%	16,2007%	66.120.792	(20,6%)
B.5	Custo da dívida pela série oficial de crédito	21,5800%	13,6749%	13,7911%	83.303.099	
B.5	Sintético: livre de risco, soberano e setorial	8,4960%	13,6749%	12,0240%	104.088.278	25,0%
B.5	Sintético: livre de risco, soberano e dois pontos	9,6169%	13,6749%	12,1754%	101.878.195	22,3%
B.6	Conjunto global, 383 empresas			13,7911%	83.303.099	
B.6	Conjunto norte-americano, 27 empresas			12,4799%	97.568.262	17,1%

B.4 não foi adotado por ausência de fonte, e não por se entender inexistente o efeito. B.5 foi mantido na série observada, e sua substituição elevaria o valor: o critério adotado opera em

desfavor do resultado. B.6 é a única sensibilidade apresentada como cenário paralelo em todos os quadros do laudo.

G.4 Normalizações do resultado

Bloco	Cenário	Parâmetro	Valor da UPI (R\$)	Variação
C.1	Provisão de perdas, sem normalização	zero	88.494.079	6,2%
C.1	Provisão de perdas	0,25%	85.898.589	3,1%
C.1	Provisão de perdas, adotada	0,50%	83.303.099	
C.1	Provisão de perdas	0,75%	80.707.609	(3,1%)
C.1	Provisão de perdas	1,00%	78.112.119	(6,2%)
C.1	Provisão igual ao lançamento de 2025	1,13%	76.762.464	(7,9%)
C.2	Remuneração da administração, como nos exercícios examinados	zero	89.383.826	7,3%
C.2	Remuneração da administração	0,50%	85.330.008	2,4%
C.2	Remuneração da administração, adotada	0,75%	83.303.099	
C.2	Remuneração da administração	1,00%	81.276.190	(2,4%)
C.2	Remuneração da administração	1,50%	77.222.372	(7,3%)
C.3	Honorários de pessoas jurídicas mantidos na base	mantidos	83.303.099	
C.3	Excluídos R\$ 815.094 de honorários	excluídos	89.310.442	7,2%

As três normalizações operam no mesmo sentido: **cada uma reduz o valor apurado em relação ao que a base histórica produziria.**

G.5 Receita e capacidade

Bloco	Cenário	Parâmetro	Valor da UPI (R\$)	Variação
D.1	Retomada mais rápida	0,95 · 1,15 · 1,30	93.054.857	11,7%
D.1	Índices adotados	0,85 · 1,05 · 1,20	83.303.099	
D.1	Retomada mais lenta	0,75 · 0,95 · 1,10	73.551.341	(11,7%)
D.1	Contas de canal não transferidas	0,60 · 0,85 · 1,05	67.912.041	(18,5%)
D.3	Deslocamento de carga em desfavor da operação	menos 1,00 p.p.	72.921.136	(12,5%)
D.3	Deslocamento nulo, regime vigente	zero	83.303.099	
D.3	Deslocamento de carga em favor da operação	mais 1,00 p.p.	93.685.057	12,5%

O parâmetro do bloco D.3 é a parcela da carga sobre o consumo não repassada ao preço, em fração da receita bruta do canal, declarada no item 7.8. O efeito é integral sobre o resultado, e não proporcional: 12,4629% de valor por ponto percentual. A varredura dos dezesseis canais e os cinco cenários em que o efeito se materializa constam do item 12.3.

D.2 • A ociosidade, tratada por limiar

Restrição binária, e não premissa contínua. Acima do limiar a magnitude da folga não afeta o valor: o modelo não colhe benefício de capacidade além da necessária.

Ociosidade	Teto de receita real (R\$)	Utilização no Ano 10	Situação	Valor da UPI (R\$)	Variação
25,00%	120.449.620	100,00%	exige expansão	75.359.037	(9,5%)
30,00%	129.053.164	100,00%	exige expansão	80.555.646	(3,3%)
32,39%	133.615.168	100,00%	limiar	83.297.569	(0,0%)
35,00%	138.980.330	96,15%	viável	83.303.099	
40,00%, adotada	150.562.025	88,75%	viável	83.303.099	
45,00%	164.249.481	81,35%	viável	83.303.099	

Três dos seis níveis produzem exatamente o mesmo valor. A premissa de quarenta por cento não precisa ser demonstrada, e sim apenas não ser contrariada em mais de 7,61 pontos percentuais.

D.4 • O programa de recuperação de dia zero

Bloco	Fração inadiável	Desembolso anual (R\$)	Valor da UPI (R\$)	Variação
D.4	25%	601.268	85.916.662	3,1%
D.4	50%, adotada	1.202.536	83.303.099	
D.4	75%	1.803.804	80.689.535	(3,1%)
D.4	100%	2.405.072	78.075.972	(6,3%)

O efeito é linear: o desembolso incide sobre cinco exercícios do horizonte explícito e não alcança a perpetuidade.

G.6 Custos, despesas e capital de giro

Bloco	Cenário	Parâmetro	Valor da UPI (R\$)	Variação
E.1	Custo de produção, média de 2024 e 2025	41,3706%	83.303.099	
E.1	Custo de produção, mais um ponto percentual	42,3706%	75.429.144	(9,5%)
E.2	Despesas de canal, exercício de 2025	27,4841%	83.303.099	
E.2	Despesas de canal, média de 2022 a 2025	28,4300%	73.483.260	(11,8%)
E.3	Sem sobrecusto de recomposição	zero	84.344.593	1,3%
E.3	Sobrecusto adotado	2,0 e 1,0 ponto	83.303.099	
E.3	Sobrecusto em dobro	4,0 e 2,0 pontos	82.261.605	(1,3%)
E.4	Estrutura fixa congelada em termos reais	zero	83.945.851	0,8%
E.4	Crescimento real do componente fixo, adotado	1,00%	83.303.099	

Bloco	Cenário	Parâmetro	Valor da UPI (R\$)	Variação
E.4	Crescimento real do componente fixo	2,00%	82.607.184	(0,8%)
F.3	Prazo de repasse da plataforma	10 dias	85.328.066	2,4%
F.3	Prazo de repasse, saldo verificado em 2025	13 dias	84.113.086	1,0%
F.3	Prazo de repasse adotado	15 dias	83.303.099	
F.3	Prazo de repasse	20 dias	81.278.132	(2,4%)
F.3	Prazo de repasse	30 dias	77.228.198	(7,3%)
F.1	Ciclo de estoque, giro mais eficiente	45 dias	85.816.322	3,0%
F.1	Ciclo de estoque adotado	60 dias	83.303.099	
F.1	Ciclo de estoque, posição de 31/12/2025	110 dias	74.925.690	(10,1%)
F.2	Prazo de fornecedores, razão setorial global	117,7 dias	83.303.099	
F.2	Prazo de fornecedores, razão norte-americana	72,5 dias	75.727.508	(9,1%)

A adoção das despesas de canal pela média histórica reduziria o valor em 11,8%. O parâmetro adotado é o do exercício mais recente, inferior à média, de modo que a escolha eleva o valor apurado.

G.7 Atividade de locação

Bloco	Cenário	Valor da UPI (R\$)	Variação
G.1	Incluída, conclusão principal	83.303.099	
G.1	Excluída, contratos não comprovados	71.247.435	(14,5%)

Os contratos não integram o conjunto de fontes. O risco é de continuidade contratual, e não de existência da receita.

G.8 Hierarquia por amplitude

Amplitude entre o maior e o menor valor de cada bloco, dividida pelo valor adotado.

Posição	Premissa	Bloco	Amplitude
1	Índices de normalização da receita	D.1	30,18%
2	Custo da dívida, observado ou sintético	B.5	24,95%
3	Reforma tributária, deslocamento de um ponto em cada sentido	D.3	24,93%
4	Prêmio de tamanho, de zero a três pontos	B.4	20,63%
5	Conjunto de comparáveis	B.6	17,12%
6	Remuneração da administração, de zero a 1,50%	C.2	14,60%
7	Atividade de locação, com ou sem	G.1	14,47%
8	Provisão de perdas, de zero a 1,13%	C.1	14,08%
9	Ciclo de estoque, de 45 a 110 dias	F.1	13,07%
10	Despesas variáveis do canal	E.2	11,79%
11	Prêmio de risco de mercado	B.1	11,01%

Posição	Premissa	Bloco	Amplitude
12	Prazo de repasse da plataforma, de 10 a 30 dias	F.3	9,73%
13	Capacidade instalada, abaixo do limiar	D.2	9,54%
14	Custo de produção, mais um ponto	E.1	9,45%
15	Programa de recuperação, de 25% a 100%	D.4	9,41%
16	Prazo de fornecedores	F.2	9,09%
17	Honorários de pessoas jurídicas	C.3	7,21%
18	Sobrecusto de recomposição	E.3	2,50%
19	Taxa livre de risco	B.2	1,98%
20	Crescimento real do componente fixo	E.4	1,61%
21	Prêmio de risco-país	B.3	1,30%
22	Crescimento empregado na razão de regime estacionário	A.2	0,30%

Onze premissas produzem efeito superior a dez por cento, e onze produzem efeito inferior. As posições 2 e 3, separadas por vinte e seis milésimos de ponto percentual, devem ser lidas como equivalentes.

G.9 Cenário combinado adverso

Ocorrência simultânea das premissas adversas. Não constitui previsão: demonstra que o valor adotado não é limite superior do intervalo defensável.

Premissa	Bloco	Valor adotado	Cenário adverso
Prêmio de risco de mercado	B.1	Implícito, 4,20%	Histórico, 5,48%
<i>Custo de capital resultante</i>		13,7911%	14,9197%
Crescimento perpétuo	A	5,1500%	4,50%
Provisão de perdas	C.1	0,50%	1,13%
Remuneração da administração	C.2	0,75%	1,50%
Ciclo de estoque	F.1	60 dias	110 dias
Despesas variáveis do canal	E.2	27,4841%	28,4300%
Sobrecusto de recomposição	E.3	2,0 e 1,0 ponto	4,0 e 2,0 pontos
Valor da unidade produtiva isolada		83.303.099	43.997.473
Variação			(47,2%)

São oito linhas no quadro, das quais sete são parâmetros alterados, e a oitava é o custo de capital que resulta do primeiro. A probabilidade conjunta não corresponde a expectativa razoável, e o quadro tem função de limite, não de projeção.

APÊNDICE H. APURAÇÃO DO LIMIAR DE INVERSÃO

Este apêndice apura o patamar a partir do qual a alienação dos bens individualmente considerados superaria a alienação como unidade produtiva isolada. É a memória de cálculo do Capítulo 13, que é o domicílio da matéria.

Este laudo não arbitra o produto esperado da alienação atomizada. A apuração desse valor demanda avaliação de liquidação forçada, trabalho técnico de natureza própria cuja realização se recomenda no item 14.6. O que se apura aqui é a condição que aquela avaliação, quando sobrevier, terá de satisfazer.

H.1 A comparação que a lei exige

O art. 140 da Lei 11.101/2005 estabelece ordem de preferência entre as modalidades de alienação, e a alienação em bloco precede a individualizada. A preferência é legal, e sua aplicação ao caso concreto comporta verificação econômica: a modalidade preferida deve produzir resultado não inferior ao da preterida.

A verificação demanda duas grandezas. A primeira é o valor da unidade em continuidade, apurado neste laudo. A segunda é o produto esperado da alienação dos bens em separado, que não integra o escopo deste trabalho pelas razões do item 13.2.

Com uma grandeza medida e a outra não, restam duas formas de confronto. A primeira arbitra a grandeza ausente e compara dois valores. A segunda apura o patamar em que a comparação se inverte e deixa que a avaliação sobrevinda o confronto. Adotou-se a segunda, e a razão consta do item 13.3: o arbitramento da fração de realização não encontra fonte no conjunto de dados deste trabalho, e publicá-lo produziria número de aparência técnica e fundamento inexistente.

H.2 A base de referência dos ativos do perímetro

Componente	R\$	Origem
Bens móveis, valor de mercado	29.325.557	Avaliação patrimonial, 1.908 itens
Edifícios e benfeitorias	76.965.122	Avaliação patrimonial, 19 itens
Terrenos	3.922.830	Avaliação patrimonial, 2 itens
(=) Avaliação patrimonial total	110.213.509	
(+) Estoque transferido, parcela elegível	6.581.376	Item 7.7
(=) Base de referência dos ativos do perímetro	116.794.885	

Três observações delimitam o alcance desta base.

1. **Ela não é valor de liquidação.** A avaliação patrimonial apura custo de reprodução depreciado e declara expressamente que os valores objetivam o uso na continuidade operacional. **Afasta, portanto, exatamente a hipótese que a liquidação pressupõe.**
2. **Ela é o denominador, e não o comparador.** O limiar não afirma que a alienação atomizada realizaria essa quantia: afirma qual fração dela precisaria realizar para superar a unidade produtiva isolada.
3. **Ela inclui os bens fora de operação.** Os 37 bens desativados comparecem pelo valor de mercado de R\$ 4.980.725, e não pelo custo de reposição de R\$ 33.392.133. O custo de reposição não constitui valor, e sua exclusão da base é o critério conservador: incluí-lo elevaria o denominador e, com ele, reduziria o limiar aparente.

H.3 A apuração

limiar = valor da unidade produtiva isolada ÷ base de referência dos ativos

Base	Valor da UPI (R\$)	Base de referência (R\$)	Limiar
Global de comparáveis	83.303.099	116.794.885	71,32%
Norte-americana de comparáveis	97.568.262	116.794.885	83,54%

Base Global: $83.303.099 \div 116.794.885 = 71,3243\%$

Base US: $97.568.262 \div 116.794.885 = 83,5381\%$

H.4 O enunciado

A alienação como unidade produtiva isolada supera a alienação dos bens individualmente considerados sempre que esta última realize menos de 71,32% do valor de referência dos ativos que compõem o perímetro.

Na Base US de comparáveis, o patamar sobe para 83,54%.

H.5 A leitura, em faixa de realização

O quadro abaixo não contém previsão. Exibe o resultado da comparação para cada fração de realização hipotética, e serve exclusivamente para situar o limiar.

Fração realizada sobre a base	Produto da alienação atomizada (R\$)	Confronto com R\$ 83.303.099
30%	35.038.466	A unidade produtiva isolada supera
40%	46.717.954	A unidade produtiva isolada supera
50%	58.397.442	A unidade produtiva isolada supera
60%	70.076.931	A unidade produtiva isolada supera
70%	81.756.420	A unidade produtiva isolada supera
71,32%, limiar	83.303.099	Equivalência
80%	93.435.908	A alienação atomizada supera
90%	105.115.397	A alienação atomizada supera

H.6 O que o limiar diz, e o que não diz

Diz que a preferência legal do art. 140 tem, neste caso, critério econômico verificável, e que a verificação depende de uma única grandeza ainda não apurada.

Diz que o patamar exigido não é trivial: 71,32% de realização sobre valores apurados em premissa de continuidade operacional, em mercado de bens usados de uso específico, situado em município de aproximadamente 2.600 habitantes.

Não diz qual seria o produto da alienação atomizada. Nenhuma linha deste apêndice constitui estimativa desse produto.

Não diz que a alienação atomizada seja inviável. Diz apenas em que condição ela superaria a alternativa preferida pela lei.

Não pondera o valor da unidade por probabilidade de descontinuidade. A conclusão do laudo é o valor em continuidade, e o risco de que ela não se verifique é declarado como condicionante no item 14.3, e não abatido do valor. As razões constam do item 3.6.

H.7 A estrutura para receber a avaliação sobrevinda

Apurado o produto esperado da alienação forçada dos bens em separado, o confronto do art. 140 se completa em uma operação:

Se o produto apurado < 83.303.099 → prevalece a unidade produtiva isolada
 Se o produto apurado > 83.303.099 → prevalece a alienação individualizada valor

Nenhuma outra parte deste laudo se altera com o resultado dessa avaliação. O valor da unidade produtiva isolada é apurado com independência dela, e o limiar é função apenas desse valor e da base de referência, ambos já fixados.