



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

# M&A em Portugal

Análise de Caso.

Gabriel Arcangel Enriquez Alves Gomes

Católica Porto Business School  
04/2025





UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

# M&A em Portugal

Análise de Caso.

Trabalho Final na modalidade de Relatório de Estágio  
apresentado à Universidade Católica Portuguesa  
para obtenção do grau de mestre em Finanças

por

Gabriel Arcangel Enriquez Alves Gomes

sob orientação de  
Professor Luís Pedro Krug Pacheco

Católica Porto Business School  
04/2025



# Agradecimentos

Em primeiro lugar, agradeço ao Professor Luís Pedro Krug Pacheco, meu orientador, pela disponibilidade demonstrada ao longo de todo o processo e pelos comentários valiosos que enriqueceram este trabalho.

À Clearwater, manifesto o meu profundo reconhecimento pela oportunidade concedida, pelo acesso a materiais que permitiram a análise do caso prático aqui apresentado e, sobretudo, pela aprendizagem adquirida ao longo da experiência. Ao meu supervisor de estágio, Afonso Lima, expresso um agradecimento especial pela sua permanente disponibilidade para esclarecer dúvidas e partilhar conhecimento. A todos os meus colegas da Clearwater, com particular destaque para o João Alves e a Carolina Nunes, agradeço o apoio e a atenção diária no escritório de Lisboa, o auxílio prestado em momentos cruciais e a preocupação constante com o meu progresso académico e profissional.

À minha família, o meu mais profundo e emocionado agradecimento. À minha mãe, Maria Aparecida Enriquez, por todo o apoio incondicional, pela dedicação incansável e pelos sacrifícios feitos para tornar possível a minha formação em Portugal. O seu exemplo de coragem, dedicação e generosidade é uma inspiração constante na minha vida. Ao meu irmão, Orlando Enriquez Alves Gomes, pelo apoio em todas as fases do meu desenvolvimento e por ser uma referência fundamental na minha construção pessoal.

Por fim, à minha namorada, Helena, agradeço pelo carinho, pelo incentivo contínuo e pelo suporte nos momentos mais exigentes. O seu apoio emocional e a sua compreensão foram essenciais para a superação dos desafios ao longo deste percurso.

A todos, o meu mais sincero obrigado.



# Resumo

Este trabalho tem como finalidade analisar, de forma crítica e aplicada, um caso real de fusões e aquisições (M&A) no mercado português, no qual uma empresa de média dimensão passou por dois processos de venda com desfechos contrastantes. O estudo explora os fatores que explicam essa diferença de resultados, nomeadamente a perceção de risco por parte dos investidores, a maturidade organizacional da empresa e a preparação dos acionistas para o processo de venda.

A investigação combina uma análise financeira detalhada, com uma abordagem qualitativa baseada em documentação interna, bibliografia especializada e experiência profissional em assessoria de M&A. Conclui-se que, para além da robustez financeira, é determinante a capacidade da empresa em mitigar riscos operacionais, demonstrar capacidade de continuidade e apresentar uma expectativa de valor alinhada com as exigências do mercado.

A principal contribuição do trabalho reside na análise comparativa de dois momentos distintos de venda, permitindo identificar, de forma empírica, os elementos que aumentam a probabilidade de sucesso em transações de M&A no mid-market. O estudo visa, assim, enriquecer a literatura sobre M&A em contextos menos explorados, como o português, e reforçar a importância da preparação estratégica e da profissionalização da gestão nas PME que pretendem atrair investidores.

Palavras-chave: M&A, avaliação de empresas, mid-market, PME, processo de venda, perceção de risco, preparação estratégica



# Abstract

This master's thesis aims to critically and practically analyse a real mergers and acquisitions (M&A) case in the portuguese market, in which a medium-sized company underwent two sale processes with contrasting outcomes. The study explores the factors that explain this divergence in results, namely the investors' perception of risk, the organisational maturity of the company, and the shareholders' preparedness for the sale process.

The research combines a detailed financial analysis with a qualitative approach based on internal documentation, specialised literature, and professional experience in M&A advisory. It concludes that, beyond financial robustness, the company's ability to mitigate operational risks, demonstrate business continuity, and present a value proposition aligned with market expectations is decisive.

The main contribution of this study lies in the comparative analysis of two distinct sale processes, enabling the empirical identification of the elements that increase the likelihood of success in mid-market M&A transactions. The study thus seeks to enrich the literature on M&A in underexplored contexts such as Portugal and to emphasise the importance of strategic preparedness and management professionalisation in SMEs seeking to attract investors.

Keywords: M&A, business valuation, mid-market, SMEs, sale process, risk perception, strategic preparedness.



# Índice

Agradecimentos .....	v
Resumo .....	vii
Abstract .....	ix
Índice .....	xi
Índice de Figuras.....	xv
Introdução.....	18
Capítulo 1.....	20
Revisão da Literatura .....	20
1.1 Etapas de um Processo de Venda em M&A.....	20
1.1.1 Abordagem Inicial.....	21
1.1.2 Preparação .....	22
1.1.3 Identificação e Contato com Potenciais Compradores .....	23
1.1.4 Due Diligence .....	23
1.1.5 Negociação e Estruturação da Transação .....	23
1.1.6 Fecho da Transação .....	24
1.1.7 Acordo Final.....	24
1.2 M&A no Mid-Market .....	24
1.2.1 Enquadramento do Middle Market.....	25
1.2.2 Fatores Determinantes .....	25
1.2.2.1 Momento.....	25
1.2.2.2 Tempo.....	26
1.2.2.3 Expetativas sobre o Valor.....	26
1.2.2.4 Divergências de Informação .....	27
1.2.2.5 Perceção de Valor .....	27
1.2.2.6 Risco.....	27
Capítulo 2 .....	29
Enquadramento do Caso .....	29
2.1 Enquadramento da Empresa.....	29
2.2 Enquadramento do Sector .....	29
2.2.1 Importância Estratégica das Empresas para a Cadeia de Valor Industrial.....	30
2.2.2 Relação com o Cliente .....	31
2.2.3 Dinâmica Internacional do Sector .....	31

2.2.4 Desafios do Sector .....	31
2.2.5 Tendências do Sector.....	32
Capítulo 3 .....	33
Enquadramento da Empresa no Contexto do M&A .....	33
3.1 Motivações da Transação.....	33
3.2 Due Diligence .....	34
3.3 Impacto da Transação.....	35
3.4 Ótica Legal .....	36
3.5 Custos do Processo de M&A .....	38
3.6 Avaliação Financeira .....	38
3.6.1 Análise Financeira do Primeiro Processo.....	40
3.6.1.1 Demonstração do Resultado .....	40
3.6.1.2 Posição Financeira .....	40
3.6.1.3 Demonstração de Cash Flow .....	41
3.6.1.4 Considerações Relevantes .....	42
3.6.2 Análise Financeira do Segundo Processo.....	43
3.6.2.1 Demonstração do Resultado .....	43
3.6.2.2 Posição Financeira .....	44
3.6.2.3 Demonstração de Cash Flow .....	45
3.6.2.4 Considerações Relevantes .....	45
3.6.3 Pressupostos do Modelo.....	47
3.6.3.1 Projeções de Cash flow .....	47
3.6.3.2 Taxa de Desconto.....	47
3.6.3.3 Valor de Continuidade .....	49
3.6.3.4 Valor da Empresa .....	49
3.6.3.5 Análise de Sensibilidade.....	49
3.6.3.6 Método dos Múltiplos.....	49
3.6.4 Resultados e Análise do Modelo.....	51
3.6.4.1 Modelo Discounted Cash Flows (DCF).....	51
3.6.4.2 Análise de Sensibilidade.....	52
3.6.4.3 Método dos Múltiplos.....	53
3.6.4.4 Possíveis Impactos Gerados pelo Cenário Protecionista .....	55
3.6.4.5 Resumo da Avaliação Financeira .....	56
Capítulo 4 .....	58
Conclusão e Reflexão Pessoal .....	58
4.1 Conclusão sobre o Caso Prático .....	58
4.2 Confronto entre a Teoria e a Prática.....	59

4.3 Contributo para a Literatura e Prática Profissional .....	60
Bibliografia.....	63
Anexos.....	65



# Índice de Figuras

Figura 1 - Indicadores Financeiros do Primeiro Processo.....	43
Figura 2 - Margem EBITDA de Concorrentes.....	44
Figura 3 - Indicadores Financeiros do Segundo Processo.....	46
Figura 4 - Inputs para Cálculo do WACC.....	48
Figura 5 - Resumo dos Pressupostos do Modelo .....	51
Figura 6 - Resumo da Avaliação por DCF.....	52
Figura 7 - Resumo da Análise de Sensibilidade .....	53
Figura 8 - Resumo do Método dos Múltiplos Usando a Média .....	54
Figura 9 - Resumo do Método dos Múltiplos Usando a Mediana.....	55
Figura 10 - Resumo da Avaliação Financeira .....	57





# Introdução

A atividade de fusões e aquisições (M&A) representa uma das principais estratégias de crescimento, diversificação e reestruturação no mundo empresarial contemporâneo. Em particular, no segmento das pequenas e médias empresas (PME), os processos de M&A assumem uma importância crescente como mecanismo de sucessão, internacionalização e maximização de valor para os acionistas. No entanto, os desafios associados à realização bem-sucedida destas operações são numerosos e, por vezes, intransponíveis, especialmente quando a preparação estratégica da empresa não está alinhada com as expectativas do mercado.

Este trabalho tem como objetivo analisar, um caso concreto de M&A no mercado português, em que uma empresa de média dimensão passou por dois processos de venda com desfechos distintos: o primeiro, foi mal-sucedido; o segundo, concluído com êxito, resultou na venda da empresa a um investidor internacional. A análise longitudinal, deste caso, permite compreender como a evolução organizacional, a mitigação de riscos e a preparação dos acionistas influenciam diretamente a percepção de valor por parte dos investidores e, conseqüentemente, o sucesso da transação.

A abordagem metodológica adotada combina uma revisão da literatura sobre M&A no mid-market com a análise financeira da empresa, incluindo a aplicação de modelos de avaliação por DCF, método dos múltiplos e análise de sensibilidade. Para além da avaliação quantitativa, o estudo incorpora elementos qualitativos obtidos a partir de documentação interna, contributos profissionais e experiência direta adquirida durante o estágio na área de *Corporate Finance*, mais concretamente em assessoria financeira em processos de M&A.

Pretende-se, com este trabalho, contribuir para a reflexão académica e profissional sobre os fatores determinantes do sucesso em processos de venda no contexto português, evidenciando a necessidade de preparação estruturada e visão estratégica por parte dos acionistas e assessores envolvidos.

Este trabalho está estruturado da seguinte forma. No Capítulo 1 procede-se à revisão da literatura relevante, com vista a enquadrar teoricamente os principais conceitos subjacentes à temática em análise. No Capítulo 2 descreve-se o contexto da empresa, do sector e outros aspetos intrínsecos. O Capítulo 3 apresenta a análise da empresa, metodologia de estudo, bem como a aplicação prática dos métodos de avaliação. Por fim, no Capítulo 4 são discutidas as principais conclusões, limitações do estudo e sugestões para investigações futuras.

# Capítulo 1

## Revisão da Literatura

Este capítulo tem como objetivo apresentar e descrever, de forma sucinta, as etapas de um processo típico de fusões e aquisições (M&A), bem como os fatores críticos que determinam o seu provável sucesso ou fracasso, com base na literatura existente. A abordagem será realizada através da segmentação de cada etapa, de modo a evidenciar as suas principais características e os documentos mais relevantes para a respetiva fase.

A análise teórica reveste-se de particular importância para a compreensão do enquadramento teórico de um processo de venda, especialmente sob a ótica do assessor financeiro, permitindo a partir de pressupostos estabelecidos, criar uma base que possibilite a comparação entre a teoria e a prática, além de dar luz aos aspetos mais determinantes para o sucesso da transação.

### 1.1 Etapas de um Processo de Venda em M&A

Nessa secção serão apresentadas as principais etapas de um processo de venda de uma empresa, com enfoque na descrição de cada parte do processo e dos principais documentos envolvidos.

Um processo de M&A envolve um conjunto de etapas organizadas com o objetivo de garantir a transparência, a eficiência e a maximização do valor para as partes envolvidas (Rosenbaum & Pearl, 2020). De acordo com DePamphilis (2021), um processo de venda bem estruturado pode aumentar significativamente a probabilidade de sucesso da transação. Cada fase do processo requer documentos específicos, fundamentais para garantir a segurança jurídica e financeira da operação. Ainda segundo DePamphilis (2021), o processo

de aquisição de uma empresa pode ser dividido em duas etapas. A fase de planeamento, que compreende o desenvolvimento do plano de negócios e o estágio de implementação que inclui a pesquisa, triagem, contato com o alvo, negociação, planeamento da aquisição, fechamento, integração e atividades de avaliação.

### 1.1.1 Abordagem Inicial

O *pitch* é fundamental para que o assessor financeiro consiga conquistar o mandato de venda de uma empresa em M&A. Durante esta fase, o assessor apresenta a sua proposta ao cliente, destacando a sua experiência, capacidade de negociação e a estratégia de maximização do valor da transação.

Antes do *pitch*, o assessor deve reunir informações detalhadas sobre a empresa e o mercado em que opera. A apresentação deve incluir uma proposta de trabalho, na qual se destacam os métodos para avaliar e posicionar a empresa no mercado, bem como a identificação de potenciais compradores. Além disso, o assessor apresenta a sua análise financeira preliminar, utilizando modelos de avaliação como o *Discounted Cash flows* (DCF) ou método dos múltiplos (Damodaran, 2015).

Um dos documentos chave nesta fase é o *pitchbook*, que contém a proposta detalhada, dados financeiros e casos de sucesso anteriores. Este documento serve para transmitir a experiência e as capacidades do assessor. Além disso, o assessor deve apresentar a proposta de custo, que detalha as comissões e as condições de pagamento.

Após a apresentação, podem ocorrer discussões sobre a proposta, ajustando a estratégia com base nos objetivos do cliente (Rosenbaum & Pearl, 2020). Se essa etapa for bem-sucedida, um contrato de mandato é assinado, formalizando a relação entre as partes e detalhando as responsabilidades.

Segundo DePamphilis (2021), ao selecionar um assessor, as empresas adquirentes e as empresas-alvo dão significativamente mais importância ao histórico de geração de retornos financeiros para os seus clientes do que à sua dimensão ou quota de mercado. Empresas de assessoria de menor dimensão podem proporcionar retornos superiores devido ao seu conhecimento especializado do sector e às suas relações estratégicas. Cerca de um quarto das empresas envolvidas em processos de fusão optam por contratar assessores “boutique” ou especializados, valorizando a sua competência e experiência, especialmente em transações que exigem conhecimento específico do sector.

### 1.1.2 Preparação

Após a garantia do mandato, a etapa seguinte consiste na preparação da empresa para o mercado. Segundo Rosenbaum e Pearl (2020), uma vez tomada a decisão de vender, o assessor procura alcançar a combinação ideal entre maximização do valor, rapidez de execução e certeza de concretização, entre outras considerações específicas da transação para a parte vendedora. Assim, é responsabilidade do assessor identificar, desde o início, as prioridades do vendedor e conceber um processo de venda ajustado às suas necessidades.

Os principais documentos envolvidos nessa fase são o *Confidential Information Memorandum* (CIM), as demonstrações financeiras auditadas e um plano de negócios. O CIM é um documento elaborado pelo assessor financeiro para apresentar a empresa a potenciais compradores interessados (Gaughan, 2018). Esse documento contém informações detalhadas sobre a empresa, incluindo dados financeiros, operações, estrutura organizacional, perspectiva do mercado, perspectivas de crescimento e riscos associados. O objetivo do CIM é fornecer aos investidores, uma visão clara da empresa, permitindo-lhes avaliar a oportunidade de investimento e decidir se desejam avançar para a fase seguinte.

O documento é confidencial, portanto, os potenciais investidores devem assinar um acordo de confidencialidade antes de ter acesso.

### 1.1.3. Identificação e Contato com Potenciais Compradores

Nesta fase, inicia-se a abordagem ao mercado para encontrar compradores potenciais. O Papel do assessor nessa etapa é produzir uma lista de possíveis compradores, um *teaser* e preparar um acordo de confidencialidade, conhecido como (*NDA – Non-Disclosure Agreement*). Esse é um momento crucial do processo, pois a atuação adequada do assessor impacta diretamente na probabilidade de sucesso da venda (Rosembaum & Pearl, 2020).

O *teaser* é um documento resumido, utilizado em processos de M&A para atrair potenciais compradores, oferecendo uma visão geral da empresa, sem revelar informações confidenciais. Para proteger os dados sensíveis, é exigido que os interessados assinem um *NDA*, que garante o sigilo das informações compartilhadas (Gaughan, 2018).

### 1.1.4 Due Diligence

A *due diligence* (DD) é uma etapa crítica, pois permite ao comprador avaliar a saúde financeira, jurídica e operacional da empresa-alvo. De acordo com Harrison (2020), a DD é definida como o procedimento de examinar e verificar meticulosamente a veracidade das declarações de um vendedor relativamente ao negócio em oferta. O seu objetivo é garantir que todas as partes interessadas numa potencial transação disponham das informações necessárias para avaliar com precisão o seu valor e risco, permitindo-lhes tomar uma decisão informada.

### 1.1.5 Negociação e Estruturação da Transação

Com base nas conclusões da DD, as partes iniciam a negociação dos termos da transação. Nessa etapa é realizada a elaboração do Acordo de Compra e Venda

(SPA - *Sale and Purchase Agreement*). Segundo Rosenbaum e Pearl (2020), este momento é fundamental para formalizar a transação e definir os termos finais, incluindo o preço acordado, as condições de pagamento, as garantias e as responsabilidades após a transação.

### 1.1.6 Fecho da Transação

A fase final envolve a assinatura dos contratos definitivos e a transferência dos ativos. A conclusão bem-sucedida da venda depende do cumprimento de todas as condições acordadas previamente durante o processo.

### 1.1.7 Acordo Final

Em Bruner (2004), o autor define que a estrutura de uma operação de M&A é comparável à configuração de um jogo, envolvendo os recursos disponíveis (equipamento desportivo), as oportunidades (equipa recrutada) e as restrições (as regras) que delimitam a atuação.

A venda de uma empresa é um processo altamente estruturado que exige organização e rigor documental em cada etapa (Rosenbaum & Pearl, 2020). A literatura destaca a importância de uma preparação adequada, da transparência, na *due diligence* e da eficácia na negociação para garantir o sucesso da transação. O estudo aprofundado destes elementos permite destacar as diferenças entre a teoria e a prática, contribuindo para uma compreensão da realidade e, conseqüentemente, uma maior eficiência nos processos de M&A.

## 1.2 M&A no Mid-Market

Nesta subsecção, optou-se por realizar uma análise dos principais desafios presentes nos processos de M&A, com especial enfoque no mercado de empresas de média dimensão, tendo em consideração que a maioria das empresas

portuguesas são pequenas e médias empresas (PME). O objetivo desta análise detalhada é estabelecer um referencial teórico que permita a comparação com o caso prático. Para esse efeito, a obra de Marks et al. (2023) será utilizada como principal referência.

### 1.2.1 Enquadramento do Middle Market

Em Marks et al. (2023), o autor defende que as empresas de média dimensão desempenham um papel essencial nos *clusters* industriais, os quais são determinantes para o bom funcionamento dos mercados. Estas empresas atuam frequentemente como fornecedores estratégicos de fabricantes globais (*OEMs*), fornecendo componentes, logística e serviços essenciais. Um sector intermédio sólido fortalece os ecossistemas empresariais. Embora as empresas de média dimensão não sejam os protagonistas, são fornecedores e prestadores de serviços intermediários essenciais para a sustentabilidade da cadeia produtiva.

A existência de um sector intermédio robusto contribui decisivamente para a estabilidade do mercado, promovendo um desenvolvimento económico sustentável e reforçando a competitividade das empresas (Marks et al, 2023).

### 1.2.2 Fatores Determinantes

Para uma transação ser bem-sucedida, é fundamental que três fatores se alinhem, de acordo com Marks et al. (2023). O proprietário precisa estar preparado para a operação, o desempenho da empresa deve ser sólido financeiramente e operacionalmente, e o momento do mercado, tanto dos mercados de capitais como do sector em que a empresa opera, deve ser favorável.

#### 1.2.2.1 Momento

Marks et al. (2023) deixa claro a importância de preparar a empresa para uma venda. Segundo o autor, a empresa deve estar estrategicamente posicionada para

maximizar o valor percebido pelos investidores. Para tal, é essencial dispor de uma estratégia bem definida, uma equipa de gestão competente e autónoma em relação ao proprietário, sistemas escaláveis e uma estrutura rentável. Idealmente, a empresa deverá também apresentar uma trajetória de crescimento favorável, alinhada tanto com o planeamento pessoal como com o momento do mercado.

#### 1.2.2.2 Tempo

Segundo Marks et al. (2023), o tempo é um fator determinante em uma transação. Atrasos no fechamento, podem criar oportunidades para que novos problemas surjam ou para que qualquer das partes tente renegociar cláusulas que já estavam alinhadas. Portanto, garantir que a transação decorra conforme o planeado, especialmente no período que antecede o fecho, deve ser o foco do assessor de M&A.

#### 1.2.2.3 Expetativas sobre o Valor

Expetativas irrealistas de valorização são um dos principais fatores que podem levar ao fracasso de uma transação. Quando os clientes baseiam suas expetativas em comparações superficiais, como informações infundadas ou avaliações inadequadas, desconsiderando aspetos cruciais como saúde financeira, desempenho e tamanho relativo da empresa, cria-se um desajuste entre o valor esperado e o valor percebido pelos investidores. Esse desalinhamento pode resultar em frustração, atraso no processo e, em muitos casos, no fracasso. Para evitar isso, é essencial que o assessor conduza uma avaliação realista, baseada em dados e análises bem fundamentadas (Damodaran, 2015), alinhando as expetativas das partes desde o início e garantindo o sucesso da transação.

#### 1.2.2.4 Divergências de Informação

Segundo Marks et al. (2023), ao reunir informações para a DD, o vendedor ou o assessor deve identificar eventuais discrepâncias entre os documentos disponibilizados e os dados previamente apresentados ou esperados pelos compradores. Sempre que forem detetadas inconsistências, recomenda-se a elaboração de reconciliações, de modo a otimizar o tempo do comprador e a facilitar a conclusão do processo.

#### 1.2.2.5 Perceção de Valor

Uma parte essencial da transação é determinar o seu valor de mercado e compreender a forma como os investidores percecionam a sua valorização. Este valor não deve ser confundido com uma estimativa teórica, mas sim com uma projeção realista do montante que poderá ser obtido numa transação, considerando os aspetos únicos do negócio, bem como os riscos envolvidos.

Este conceito pode ser particularmente relevante ao aplicar modelos como o DCF ou método dos múltiplos, garantindo que a avaliação reflita o verdadeiro potencial de mercado da empresa-alvo (Koller et al., 2020)

#### 1.2.2.6 Risco

A mitigação do risco numa transação é essencial para maximizar o valor da empresa e assegurar um processo de venda mais eficiente, de acordo com Marks et al. (2023). A minimização da incerteza contribui para um menor custo de capital e para uma maior estabilidade nos *cash flows* projetados, refletindo-se numa valorização mais elevada da empresa, segundo Koller et al. (2020).

No que respeita à liderança e gestão, um dos principais fatores de risco é a dependência excessiva da organização em relação ao CEO, proprietário ou fundador. Empresas, nas quais todas as decisões estão concentradas numa única pessoa são mais vulneráveis do que aquelas que dispõem de uma equipa de

gestão sólida, com autonomia e capacidade de decisão suportada por métricas de desempenho (Marks et al., 2023).

Adicionalmente, é fundamental analisar e identificar possíveis concentrações que possam gerar riscos e consequências adversas para a empresa. Entre as principais, destacam-se a dependência excessiva de um número reduzido de clientes, fornecedores, parcerias estratégicas ou colaboradores essenciais. O conceito central desta análise é o perigo de um ponto único de falha, onde a perda ou alteração significativa de um desses elementos pode afetar gravemente o funcionamento e a viabilidade da empresa a longo prazo.

# Capítulo 2

## Enquadramento do Caso

O objetivo deste capítulo é contextualizar a empresa em análise, inserida no sector de fornecimento de componentes para produtores de equipamentos originais (*OEM*), com especial foco no seu papel como fabricante de componentes de alta precisão. Através da análise da operação da empresa e da atuação no mercado global, procura-se compreender a posição e desafios frente ao mercado, e os fatores que influenciam o desempenho, ao mesmo tempo que se aborda a importância do contributo da entidade para o desenvolvimento de indústrias chave, como a construção, a mineração, a agricultura e o sector petroquímico.

### 2.1 Enquadramento da Empresa

O caso prático tem como objeto, uma empresa portuguesa inserida no sector de fornecimento de materiais para a indústria. A Empresa é uma experiente fabricante internacional de componentes de alta precisão para a indústria. A entidade dedica-se simultaneamente a ser um fornecedor para *OEMs* e aos serviços de pós-venda.

### 2.2 Enquadramento do Sector

O sector em Portugal constitui um dos pilares fundamentais para a sustentação e o desenvolvimento de diversos segmentos industriais, abrangendo uma vasta gama de produtos e soluções essenciais ao funcionamento eficiente das operações. A entidade está diretamente relacionada com a cadeia de valor de

equipamentos que desempenham um papel crucial em sectores como a construção, mineração, agricultura, logística e petroquímico.

De um modo geral, este sector caracteriza-se pela especialização dos produtos oferecidos, sendo necessária uma elevada qualidade devido às exigências técnicas e de segurança das indústrias, o que conseqüentemente, aumenta os custos envolvidos. O mercado português, embora de dimensão reduzida em comparação com o europeu como um todo, apresenta uma procura crescente por tecnologias avançadas e soluções personalizadas, especialmente num contexto industrial que valoriza a sustentabilidade e a conformidade com as normas ambientais e de segurança.

Esse sector industrial está diretamente relacionado com a evolução das tecnologias de automação, controlo de fluidos e energias renováveis, que se encontram cada vez mais presentes em diversos ramos. Os materiais produzidos pela empresa são componentes essenciais em sistemas que exigem resistência a altas pressões e temperaturas, sendo fundamentais em sistemas industriais complexos, como os de construção, mineração e agricultura. A procura por essas soluções tende a crescer à medida que as indústrias exigem maior eficiência nas suas operações.

## 2.2.1 Importância Estratégica das Empresas para a Cadeia de Valor Industrial

Esses *players* são essenciais porque fornecem os equipamentos industriais que tornam possíveis os processos produtivos e a operação das diferentes indústrias. Eles fabricam peças-chave para equipamentos de grandes indústrias, como o sector automotivo, aeronáutico, de maquinaria pesada, energia, entre outros. A qualidade e a confiabilidade dessas peças e sistemas são fundamentais para assegurar o desempenho e segurança dos produtos finais. Portanto, estão no

centro da inovação industrial, desenvolvendo tecnologias que vão ao encontro das necessidades de diferentes sectores.

### 2.2.2 Relação com o Cliente

Nesse sector, as empresas frequentemente mantêm relações a longo prazo com os seus clientes, sendo que o serviço pós-venda, o fornecimento contínuo de peças de reposição e a manutenção de alta qualidade são partes essenciais do negócio. A fidelização de clientes está fortemente ligada à qualidade dos componentes fornecidos e à capacidade da empresa de fornecer suporte técnico ao longo da vida útil dos equipamentos.

### 2.2.3 Dinâmica Internacional do Sector

No contexto europeu, esse sector é altamente competitivo, com uma forte ênfase na inovação tecnológica e no desenvolvimento de novos materiais e soluções que satisfaçam as rigorosas normas de qualidade e sustentabilidade.

A nível mundial, o fornecimento de materiais para a indústria enfrenta questões como a volatilidade dos preços das matérias-primas, a crescente procura por soluções ecológicas e a necessidade de conformidade com os regulamentos ambientais. A adaptação a estas exigências impõe que as empresas do sector se mantenham flexíveis, com capacidade de inovação constante, enquanto buscam otimizar a sua cadeia de fornecimento e reduzir os impactos ambientais.

### 2.2.4 Desafios do Sector

Os principais desafios no sector estão ligados à competição global, flutuações nos preços das matérias-primas, regulamentações ambientais e de segurança, políticas protecionistas, inovação constante, e à gestão da cadeia de fornecimento.

### 2.2.5 Tendências do Sector

A tendência é que as empresas do sector invistam cada vez mais em investigação e desenvolvimento para se manterem competitivas, respondendo às exigências do mercado e acompanhando as inovações tecnológicas, especialmente no campo da automação e da digitalização industrial. Além disso, a internacionalização e a integração das cadeias de fornecimento são também tendências que marcam o futuro do sector, permitindo uma maior troca de conhecimento e o acesso a mercados emergentes, particularmente na Ásia e América Latina.

# Capítulo 3

## Enquadramento da Empresa no Contexto do M&A

O objetivo desse capítulo é apresentar uma análise detalhada da empresa e do contexto da transação de venda que a envolveu, através de documentos confidenciais e informações internas disponibilizadas. Essa transação destaca-se por ser um caso real, no qual houve dois processos de venda distintos.

O primeiro processo foi malsucedido, portanto não foi concretizado. O segundo processo, iniciado cerca de 3 anos depois, foi bem-sucedido e ultrapassou as expectativas dos clientes. O principal contributo desse capítulo é entregar uma análise abrangente do caso, com uma avaliação financeira e destacar os principais aspetos que diferenciaram os dois processos, resultando no sucesso atingido.

É importante frisar que esse capítulo foi desenvolvido através de uma junção de referências literárias, informação interna da Clearwater, contributo dos colegas envolvidos na transação e conhecimento pessoal adquirido na minha experiência académica e profissional.

### 3.1 Motivações da Transação

A decisão de alienar a empresa resultou de um conjunto de motivações estratégicas e pessoais por parte dos acionistas. Inicialmente gerida sob um modelo familiar, a empresa beneficiou da proximidade entre os fundadores e a operação diária. Contudo, à medida que o negócio evoluiu para uma empresa de média dimensão, tornou-se evidente a necessidade de uma liderança

profissionalizada e de uma estrutura de gestão mais robusta, capaz de responder aos desafios crescentes da internacionalização e da complexidade operacional.

O crescimento alcançado revelou um potencial adicional de expansão, tanto em geografias onde a empresa já operava como em novos mercados. No entanto, para concretizar esse potencial, seriam necessários recursos financeiros significativos e competências estratégicas orientadas para a escala global — fatores que excediam o modelo de gestão existente. Paralelamente, a idade avançada dos acionistas reforçou o desejo de reduzirem o envolvimento direto na condução do negócio, optando por uma posição passiva como investidores minoritários.

### 3.2 Due Diligence

No contexto de um processo de venda, a *due diligence* desempenha um papel fundamental ao examinar a transação sob as óticas financeira, fiscal e legal, identificando potenciais riscos e oferecendo uma base para negociações que protejam o comprador. Conforme destacado por Howson (2003), a *due diligence* permite que os compradores compreendam em detalhe o que estão a adquirir, funcionando como uma etapa essencial para determinar as proteções contratuais necessárias e para evitar riscos significativos. Além de identificar vulnerabilidades, a *due diligence* também deve ser vista como uma oportunidade para reconhecer potenciais benefícios, sendo um requisito crucial em um processo de M&A.

Durante o processo de venda, o cliente assessorado pela Clearwater teve a possibilidade de escolher entre dois momentos distintos para a realização de um processo de *due diligence*. Poderia optar por conduzir uma *vendor due diligence* (VDD), ou seja, uma *due diligence* encomendada pelo próprio cliente, ou aguardar até que os potenciais compradores requisitassem a realização do processo. Num

cenário ideal, é preferível que a *due diligence* seja conduzida antecipadamente, sob a forma de uma VDD, de modo a permitir a identificação e correção de potenciais problemas, contribuindo, assim, para a maximização do valor da empresa e a transparência, que são objetivos comuns, tanto para o cliente como para a Clearwater.

Neste contexto, foram realizadas *due diligences* distintas – financeira, jurídica e fiscal – ainda no primeiro processo, sendo posteriormente aproveitadas no segundo processo. Deste modo, não foi necessário repetir todos os procedimentos de *vendor due diligence*. Os fatores de risco identificados durante o primeiro processo foram devidamente sinalizados e considerados nesta etapa, evidenciando, mais uma vez, a relevância do processo de *due diligence* para a mitigação de riscos e a otimização da transação. A *due diligence* deve ser um processo cooperativo e paciente envolvendo as equipas do comprador e do vendedor (Sherman, 2018).

### 3.3 Impacto da Transação

A aquisição introduz um novo paradigma estratégico para a empresa, com impactos significativos na sua estrutura operacional, posicionamento de mercado e dinâmica competitiva. O investidor, enquanto investidor internacional e especializado na aceleração de crescimento empresarial, poderá implementar uma nova visão estratégica, focada na maximização da eficiência operacional, expansão da presença global e criação de valor através da otimização da estrutura de capital.

A nível operacional, a aquisição poderá resultar na adoção de melhores práticas de gestão, na modernização de processos produtivos e na exploração de sinergias entre as empresas do grupo. O comprador poderá direcionar investimentos para a diversificação do portefólio de produtos, o reforço da

capacidade produtiva ou a otimização da cadeia de fornecedores, melhorando ganhos de escala e eficiência.

Relativamente ao posicionamento de mercado, a aquisição poderá fortalecer a presença internacional do Grupo, especialmente em mercados estratégicos como os Estados Unidos. Contudo, levando em conta o atual ambiente político norte-americano, o investidor poderá reavaliar a exposição da empresa a este mercado, considerando alternativas para reduzir os riscos associados a tarifas alfandegárias acrescidas, como a diversificação geográfica ou a revisão da estrutura de preços.

Sob a perspectiva financeira, a operação estabelece um novo referencial de valorização para a empresa, impactando a percepção do mercado sobre o sector e potencialmente influenciando transações futuras. Além disso, a estrutura de financiamento utilizada na aquisição poderá afetar a alavancagem da empresa, exigindo uma gestão eficiente dos *cash flows* para assegurar a sustentabilidade da operação e o cumprimento dos objetivos estratégicos definidos pelo investidor.

### 3.4 Ótica Legal

Os autores de Bodt et al. (2024) concluíram que as intervenções regulatórias têm um efeito dissuasor significativo, levando os potenciais investidores a absterem-se de realizar transações de M&A. O efeito é maior quando as imposições são mais rigorosas. O estudo identifica dois mecanismos principais que impulsionam esse efeito: a incerteza quanto ao resultado regulatório e a probabilidade de intervenção. O estudo dos autores indicou que a imposição regulatória pode reduzir o volume de transações de M&A em certas indústrias, criando um impacto substancial na economia real. Esse impacto pode, inadvertidamente, prejudicar a alocação eficiente de recursos.

O assessor legal desempenha um papel essencial em processos de aquisição, uma vez que o sucesso de uma transação depende da análise minuciosa e da mitigação de riscos jurídicos, financeiros e regulatórios (Gaughan, 2018). O advogado assegura que todos os aspetos legais sejam tratados de forma adequada e em conformidade com as normativas vigentes. A sua principal função é garantir que a transação seja realizada de forma eficiente, segura e em conformidade com a legislação aplicável, protegendo os interesses das partes envolvidas e aumentando as probabilidades de sucesso do negócio.

No caso concreto, o assessor jurídico orientou os acionistas quanto à conformidade com a legislação, evitando práticas que pudessem ser interpretadas como anticompetitivas, as quais poderiam resultar na anulação da transação ou na imposição de sanções. O assessor legal assegurou que os termos e condições acordados entre as partes fossem devidamente refletidos nos documentos contratuais, garantindo a proteção dos interesses do cliente e sendo responsável pela elaboração de cláusulas de proteção, tais como garantias, acordos de confidencialidade e cláusulas de exclusividade, com o intuito de minimizar eventuais riscos futuros. Além disso, o assessor prestou apoio na avaliação das implicações fiscais da transação, aconselhando sobre a estrutura jurídica mais adequada a adotar, evitando custos fiscais redundantes.

Nesse sentido, a participação do assessor legal no processo revelou-se indispensável nesse e em qualquer transação, para garantir que o negócio fosse executado de forma eficiente, segura e em conformidade com a legislação, protegendo os interesses das partes envolvidas e potencializando as probabilidades de sucesso do negócio.

### 3.5 Custos do Processo de M&A

Os custos associados à contratação da Clearwater, como assessor financeiro do processo de venda, incluiu uma remuneração fixa mensal por um tempo limitado, que cobria a assessoria contínua ao longo de todo o processo, e uma remuneração variável, com base no sucesso da transação. Este modelo de pagamento justificou-se pela assistência estratégica do assessor em todas as fases do processo, desde a preparação de documentos até a negociação e estruturação do contrato de venda. A preparação documental rigorosa é essencial para a credibilidade e fluidez do processo de venda. Como sugere o guia da Axial (n.d.), materiais como o teaser, o CIM e os acordos preliminares não são meras formalidades, mas instrumentos estratégicos que influenciam diretamente a percepção de valor por parte dos compradores.

### 3.6 Avaliação Financeira

Feldman (2005) aborda as metodologias e práticas de avaliação de empresas privadas, destacando os principais desafios envolvidos neste processo, como a falta de transparência nos dados financeiros e a inexistência de um mercado público para essas empresas. Feldman (2005) também dedica atenção à influência de variáveis como a taxa de crescimento, a taxa de desconto e o risco na avaliação financeira, bem como às implicações fiscais que podem afetar a determinação do valor.

Hitchner (2003) oferece uma abordagem prática sobre os principais modelos utilizados na avaliação financeira de empresas. O autor destaca em detalhe modelos como o DCF e método dos múltiplos, apresentando fatores críticos que devem ser considerados. A inclusão de casos práticos e estudos de situações específicas, tornou o livro uma ferramenta útil para a avaliação em causa.

Damodaran (2025), no primeiro capítulo do livro define que a avaliação por DCF baseia-se na ideia de que o valor de um ativo é a soma dos *cash flows* esperados ao longo da vida do ativo, descontados ao valor presente. A base dessa abordagem é que todo ativo possui um valor intrínseco, que pode ser estimado com base em suas características, como *cash flows*, crescimento e risco. Para aplicar a avaliação por DCF, são necessárias algumas informações essenciais: primeiro, é necessário estimar a vida útil do ativo; segundo, projetar os *cash flows* futuros; e, por fim, determinar a taxa de desconto a ser aplicada a esses fluxos de caixa, para calcular o valor da empresa (Damodaran, 2015).

De acordo com Koller et al. (2020), a avaliação financeira no contexto de M&A tem como objetivo determinar o valor intrínseco da empresa, permitindo sustentar as negociações entre as partes com base em pressupostos económicos fundamentados. Inicialmente, realiza-se uma análise das demonstrações financeiras da empresa, através da posição financeira, da demonstração de resultado, e demonstração de *cash flows*. A avaliação é frequentemente conduzida através de métodos como o DCF, considerando aspetos estratégicos e operacionais da empresa, tais como sinergias potenciais, riscos de integração e projeções de crescimento.

Na prática, minha experiência de estágio me levou a concluir que numa primeira abordagem à avaliação de uma empresa, no contexto de M&A, é comum utilizar múltiplos de EBITDA ou de rendimento, baseados em comparações com pares cotados e transações passadas. Estes múltiplos fornecem uma estimativa inicial rápida e útil. Numa segunda abordagem, a utilização do modelo DCF permite uma avaliação mais detalhada e precisa.

### 3.6.1 Análise Financeira do Primeiro Processo

Nessa secção, todas as análises foram feitas sobre as contas consolidadas da empresa relativa ao ano do processo e os três anos anteriores. O objetivo dessa secção é entregar uma análise das demonstrações financeiras, expondo a situação da empresa no período.

#### 3.6.1.1 Demonstração do Resultado

A análise das demonstrações de resultado revelou um crescimento consistente das vendas da empresa, impulsionado principalmente pela expansão em novos mercados, com destaque para os Estados Unidos. O aumento das receitas refletiu a capacidade da empresa de captar novos clientes e explorar geografias emergentes.

Na ótica da rentabilidade, a empresa apresentou bons indicadores de eficiência, o que é essencial para a continuidade de qualquer empresa. Em todos os anos analisado, a margem bruta esteve acima de 40%, a margem EBITDA esteve acima de 20%, a margem EBIT esteve muito próximo de 20% e a margem líquida esteve sempre acima de 15%.

O rendimento da empresa apresentou um crescimento expressivo para o sector. A América do Sul, Portugal e os EUA foram as unidades de negócios mais relevantes (aproximadamente 80% do rendimento).

Apesar de algumas perdas de valor devido às flutuações das taxas de câmbio, o mercado sul-americano cresceu nos dois últimos anos da análise a uma média de 5,5% ao ano. Esta unidade de negócios teve a maior contribuição para a margem global do grupo.

#### 3.6.1.2 Posição Financeira

A análise da posição financeira da empresa evidenciou alguns aspetos relevantes da sua estrutura financeira. Os inventários apresentavam um peso

significativo no ativo total da empresa (cerca de 40%), refletindo uma estratégia de mitigação do risco de ruptura na cadeia de fornecimento. No entanto, essa abordagem evidencia, simultaneamente, uma dependência relevante de determinados fornecedores, cujos prazos e condições exigem a manutenção de níveis elevados de inventário.

O grupo apresentou uma posição sustentável no aspeto do endividamento, o que contribuiu para garantir a solvabilidade da empresa, outro fator fundamental na continuidade de qualquer entidade. A dívida financeira líquida (DFL) apresentava valores negativos, em função da baixa dívida e alta liquidez proporcionada pela rubrica "caixas e equivalentes". O rácio (DFL/EBITDA) apresentava um valor próximo à -1,5x.

#### 3.6.1.3 Demonstração de Cash Flow

A empresa adotava uma política de elevada disponibilidade de produtos em diferentes geografias, assegurando autonomia a cada unidade do grupo. Esta estratégia implicava a necessidade de manter um nível significativo de existências, o que conseqüentemente, impactava o *working capital*.

O peso significativo dos inventários no ativo total pode refletir uma política deliberada de proteção contra incertezas no aprovisionamento, sobretudo quando a empresa opera em sectores com cadeias logísticas instáveis. No entanto, tal estratégia deve ser cuidadosamente analisada no contexto de avaliação, uma vez que, segundo Koller et al. (2020), níveis elevados de inventário representam capital "congelado" no ciclo operacional e podem distorcer a percepção da eficiência da empresa, afetando a estimativa do valor económico

No que se refere ao *CapEx* (despesas de capital), a empresa realizou investimentos significativos, sobretudo para a expansão em mercados onde já estava presente.

#### 3.6.1.4 Considerações Relevantes

Nessa secção, serão destacados os principais fatores que levaram com que as ofertas feitas pelos investidores não atingissem a expectativa dos acionistas e o processo de venda não se concretizasse nesse primeiro momento. O processo analisado insere-se nas dinâmicas típicas do mid-market europeu, onde a preparação insuficiente, a escassez de informação pública sobre empresas-alvo e a reticência cultural à divulgação de dados dificultam a fluidez das transações (Luchterhand & von Hochberg, 1999).

Inicialmente, a empresa operava como distribuidor e apresentava forte dependência de fornecedores asiáticos, sendo a ausência de capacidade produtiva própria o primeiro fator de risco que reduziu o interesse dos investidores. Em paralelo, embora contasse com uma equipa de gestão experiente, esta era composta maioritariamente pelos acionistas, de idade avançada, sem uma segunda linha preparada para assegurar a continuidade da empresa no longo prazo, o que representou o segundo fator limitativo. Por fim, uma parte relevante do rendimento provinha de mercados emergentes, sujeitos a riscos cambial, de mercado, regulatório e político, constituindo o terceiro fator que restringiu as ofertas recebidas.

Apesar da sólida posição financeira apresentada pelas demonstrações financeiras, os 3 fatores de risco mencionados foram as principais razões para que o processo de venda não se concretizasse nesse primeiro momento. Damodaran (2025) explica, que mesmo que uma empresa possa ter uma posição financeira sólida, fontes de risco, como risco operacional, podem influenciar o custo do financiamento (WACC), e consequentemente afetar o valor da empresa.

Indicadores do Último Ano	
Crescimento do Rendimento (%)	9,2%
Margem EBITDA (%)	20,7%
Sales América do Sul / Sales Total	52,6%
Produção Própria (%)	< 2%

*Figura 1 - Indicadores Financeiros do Primeiro Processo*

### 3.6.2 Análise Financeira do Segundo Processo

Nessa secção, todas as análises foram feitas com base nas contas consolidadas relativas ao ano do segundo processo de venda e os três anos anteriores.

O objetivo dessa secção é entrega uma análise das demonstrações financeiras, expondo a situação da empresa no período e destacar quais foram os pontos chaves que foram alterados e tornaram o processo bem-sucedido.

#### 3.6.2.1 Demonstração do Resultado

Os custos registaram, um aumento significativo durante o período analisado, explicado sobretudo pela subida dos custos de transporte, que representaram mais de 40% dos custos do negócio.

As vendas do grupo aumentaram aproximadamente 45% no último ano de análise, resultado do crescimento em novos mercados, nomeadamente na Europa, e da sua política de gestão de inventário, que permitiu responder prontamente às encomendas dos clientes num período de escassez (pós-covid), ao contrário da maioria dos seus concorrentes. Além disso, a notícia da uma nova unidade de produção na Europa teve um impacto positivo, atraindo novos clientes mesmo antes da sua abertura.

Em comparação com o primeiro processo, a empresa conseguiu aumentar suas margens, desta forma, contribuindo positivamente para a avaliação da empresa. A margem bruta se aproximou dos 50%, o EBITDA superou os 20%, o EBIT

também superou os 20% e o rendimento líquido ficou ligeiramente abaixo dos 20%.

As unidades de negócio de Portugal, EUA e América do Sul foram, historicamente, as mais relevantes, representando, em conjunto, cerca de 74% das vendas. A unidade de negócio portuguesa é responsável por todas as vendas no mercado europeu (exceto um) e por outras geografias onde o Grupo não possui subsidiárias locais próprias. O grupo conta com uma unidade de negócio europeia no centro da Europa. No último ano de análise, esta representou 4% das vendas totais do grupo, sendo esperado um rápido aumento da sua participação para os próximos anos.

<b>Top-5 Maiores Concorrentes Diretos</b>	
<b>Empresa</b>	<b>Margem EBITDA (%)</b>
Empresa Alvo	22,5%
Concorrente 1	14,7%
Concorrente 2	14,2%
Concorrente 3	6,1%
Concorrente 4	11,8%
Concorrente 5	21,9%

*Figura 2 - Margem EBITDA de Concorrentes*

Numa breve análise comparativa do sector, verifica-se que, no último ano em análise, a empresa apresentou a maior margem EBITDA entre os cinco principais concorrentes diretos em termos de rendimento.

### 3.6.2.2 Posição Financeira

O grupo registou um aumento significativo de ativos fixos, comparativamente com o período do primeiro processo, que está relacionado com os investimentos em novas fábricas.

Apesar do crescimento, o grupo manteve uma posição sustentável no aspeto do endividamento, o que manteve as bases financeiras para garantir a solvabilidade da empresa. A dívida financeira líquida (DFL) também manteve valores negativos. O rácio (DFL/EBITDA) apresentou um valor próximo à -0,1x. A ausência de dívida significativa proporcionou a manutenção do baixo risco de financiamento para a empresa.

### 3.6.2.3 Demonstração de Cash Flow

A incerteza inerente aos pedidos dos clientes, em termos de tempo e volume, fez com que o grupo mantivesse a estratégia de inventário disponível nas diversas geografias. Desta forma, foi necessário manter uma política de alta disponibilidade de produtos, com cada unidade funcionando de forma autónoma. O rácio (inventário/ativo total) se manteve em cerca de 40%.

Os passivos de curto prazo são compostos essencialmente por fornecedores asiáticos que produzem parte dos componentes que a própria entidade não produz. Ao longo do período analisado, o *CapEx* teve um aumento, relativamente ao primeiro processo, em função da construção das novas instalações fabris. A situação de tesouraria se manteve semelhante ao longo dos anos.

### 3.6.2.4 Considerações Relevantes

Nessa secção, serão analisados os fatores determinantes e diferenciadores, de forma geral, comparativamente ao primeiro processo, que culminaram em melhores ofertas feitas pelos investidores, superando as expectativas dos acionistas e concretizando o processo de venda.

Após alguns anos, a empresa concretizou mudanças que a permitiram participar novamente de um processo de venda, mas diferentemente do primeiro, com fatores de risco mais bem controlados e conseqüentemente mais atraentes aos olhos do mercado.

Em primeiro lugar, a empresa investiu em capital físico, inaugurando unidades produtivas na Europa e na América do Sul. Desta forma, o Grupo alterou parte da configuração da sua cadeia de fornecimento e diminuiu a excessiva dependência de fornecedores asiáticos. Em segundo lugar, a empresa investiu em capital humano, treinando e preparando uma segunda linha de gestores mais jovens, capazes de dar continuidade na operação da empresa, quando os acionistas deixassem a liderança do negócio. Em terceiro lugar, a empresa aumentou sua participação em mercados maduros, como as economias europeias e a norte americana, sem diminuir sua operação na América do Sul, em termos absolutos. Desta forma, a empresa diminuiu o peso relativo do mercado sul-americano no seu rendimento total, sem diminuir as vendas nesse mercado, em termos absolutos.

Ao realizar esses três movimentos estratégicos, de investimento em capacidades produtivas, capital humano e diversificação de mercados, o grupo conseguiu controlar e diminuir as maiores fontes de risco que afastavam os investidores interessados. Após essa nova percepção de risco sobre a empresa, o segundo processo de venda possibilitou que os acionistas recebessem propostas atrativas e vendessem sua participação maioritária, passando a serem investidores minoritários.

Indicadores do Último Ano	
Crescimento do Rendimento (%)	45,1%
Margem EBITDA (%)	22,5%
Sales América do Sul / Sales Total	38,0%
Produção Própria (%)	> 70%

*Figura 3 - Indicadores Financeiros do Segundo Processo*

### 3.6.3 Pressupostos do Modelo

Nesta secção, foi considerado o comportamento histórico financeiro da empresa e outros fatores relevantes para a geração de *cash flows* futuro, em uma lógica de continuidade de negócio. As projeções levaram em consideração as demonstrações financeiras consolidadas, e presume-se que não haja impacto material das flutuações cambiais. Além disso, o modelo incorpora as projeções das novas instalações produtivas, os planos de expansão em alguns dos mercados onde o grupo já atua, bem como a entrada em novos mercados, conforme mencionado anteriormente.

Haley (2018) relembra a importância de uma avaliação por um modelo DCF ao defender que o comprador em um processo de aquisição, sempre utiliza modelos DCF para determinar ou justificar o valor negociado numa aquisição, mesmo quando recorrem a múltiplos de mercado. Embora os múltiplos possam ser um caminho alternativo mais ágil, as avaliações por DCF são fundamentais.

#### 3.6.3.1 Projeções de Cash Flows

Foram projetados os *cash flows* da empresa para um horizonte de dez anos, com base na sua trajetória histórica e nas especificidades previamente analisadas. Para os primeiros cinco anos, estimou-se uma taxa de crescimento anual composta (TCAC) de 13% no rendimento. A partir do sexto ano, assume-se uma desaceleração progressiva do crescimento, com uma redução gradual por ano, até atingir um crescimento mínimo de 3% no décimo ano, o qual se mantém constante nos anos posteriores.

#### 3.6.3.2 Taxa de Desconto

A taxa de desconto utilizada na avaliação corresponde ao custo médio ponderado do capital (WACC), o qual reflete o custo do capital próprio (re), o

custo da dívida ( $r_d$ ), a estrutura de capital da empresa  $[CP/(CP+D)]$  e a taxa de imposto sobre o rendimento ( $T$ ).

No contexto específico de uma empresa privada, a estimativa do custo do capital próprio apresenta desafios adicionais, dada a ausência de informação pública e de dados de mercado observáveis. Conforme argumenta Sharma (2012), a avaliação constitui uma das principais dificuldades nos processos de fusões e aquisições de empresas não cotadas, precisamente devido à limitação de dados fiáveis e comparáveis.

Para mitigar estas limitações, recorreu-se à base de dados disponibilizada pelo Professor Aswath Damodaran (Stern School of Business, NYU), amplamente reconhecida na literatura financeira como uma fonte de referência em contextos de avaliação de empresas privadas. Esta base de dados fornece estimativas agregadas por sector e por país para parâmetros como *equity risk premium*, *beta* sectorial não alavancado e *default spreads*, permitindo uma aproximação consistente e metodologicamente sólida do custo de capital, mesmo na ausência de dados diretamente observáveis para a empresa em análise.

Com base nos dados mais recentes disponibilizados por Damodaran para o sector e para o mercado europeu, foi estimado um custo de capital de 9,3%, valor que serviu como referência para a taxa de desconto utilizada na avaliação.

Importa, contudo, referir que estas estimativas representam aproximações com base em dados agregados, não refletindo necessariamente os riscos idiossincráticos da empresa avaliada, mas permitindo uma base razoável para estimativas ajustadas ao sector e ao mercado europeu.

<b>Custo do Capital Próprio</b>	<b>CP/(D+CP)</b>	<b>Custo da Dívida</b>	<b>Taxa de Imposto</b>	<b>WACC</b>
11,1%	88,1%	6,4%	14,8%	9,3%

Figura 4 - Inputs para Cálculo do WACC

### 3.6.3.3 Valor de Continuidade

Para estimar o valor de continuidade, recorreu-se ao método da perpetuidade crescente (*Gordon Growth Model*), que pressupõe que, após o horizonte explícito de projeção, a empresa continuará a crescer indefinidamente a uma taxa constante. A taxa de crescimento perpétuo foi fixada em 3%, refletindo um crescimento real estimado de 1%, acrescido de uma taxa de inflação de 2%, em linha com as projeções de longo prazo do Banco de Portugal.

### 3.6.3.4 Valor da Empresa

Para determinar o valor da empresa, todos os *cash flows* foram atualizados pela taxa de desconto (WACC) e posteriormente somados, incluindo o valor de continuidade.

### 3.6.3.5 Análise de Sensibilidade

Com o intuito de realizar uma análise mais detalhada dos cenários futuros, procedeu-se à execução de uma análise de sensibilidade. Esta análise inclui três cenários distintos: pessimista, esperado e otimista, nos quais as variáveis cruciais são alteradas, o que resulta, conseqüentemente, em variações no valor da avaliação financeira.

### 3.6.3.6 Método dos Múltiplos

Embora amplamente reconhecido pela sua capacidade de capturar a criação de valor futuro, o modelo DCF apresenta limitações que podem ser atenuadas com a utilização do método dos múltiplos.

A avaliação por múltiplos consiste na comparação de uma empresa com um grupo de entidades semelhantes, utilizando indicadores bolsistas como o EV/EBITDA, EV/Sales, entre outros. Esta análise permite aferir se uma ação tem

um preço de mercado relativo mais elevado, mais reduzido ou em linha em relação ao mercado ou a ações e ativos similares.

A complementaridade entre os dois métodos permite então aumentar a robustez da avaliação (Koller et al., 2020). Em primeiro lugar, o método dos múltiplos permite testar a razoabilidade das projeções e premissas utilizadas no modelo DCF, identificando potenciais desvios em relação ao que é praticado no mercado. Adicionalmente, enquanto o modelo DCF é altamente sensível às pressupostos adotadas, a avaliação por múltiplos proporciona uma análise baseada em dados observáveis, reduzindo o impacto de incertezas associadas à projeção dos *cash flows* e à taxa de desconto (WACC).

A utilização conjunta da avaliação por múltiplos e do modelo DCF permite obter uma análise mais equilibrada, reduzindo as limitações individuais de cada abordagem e proporcionando uma visão mais abrangente do valor da empresa (Koller et al., 2020). A avaliação por múltiplos não substitui o modelo DCF, mas constitui um complemento para garantir maior credibilidade no processo de avaliação.

É importante ressaltar que o mercado português apresenta dimensão reduzida, fazendo com que a análise de comparáveis não se limitasse a Portugal. Sendo assim, as empresas enquadradas eram todas sediadas em países europeus economicamente desenvolvidos, excluindo o leste europeu, dado que as economias emergentes representam fatores de risco adicionais que poderiam influenciar os múltiplos. Os dados das transações comparáveis foram retirados da plataforma “Mergermarket” e os dados das empresas públicas comparáveis foram extraídos da plataforma “Capital IQ”.

<b>Pressupostos do modelo</b>	
<b>TCAC do Rendimento (até 5º ano)</b>	<b>13%</b>
<b>Crescimento do Rendimento (6º ao 9º ano)</b>	<b>7%, 6%, 5%, 4%</b>
<b>Crescimento do Rendimento (à partir do 10º ano)</b>	<b>3%</b>
<b>Margem EBITDA média</b>	<b>22%</b>
<b>CapEx Médio (em % do EBITDA)</b>	<b>6%</b>
<b>Δ Média do Working Capital (em % do EBITDA)</b>	<b>22%</b>
<b>WACC</b>	<b>9%</b>

*Figura 5 - Resumo dos Pressupostos do Modelo*

### 3.6.4 Resultados e Análise do Modelo

Nessa secção serão mostrados os resultados obtido pelo modelo, de acordo com os pressupostos estabelecidos. O valor atingido pelo modelo DCF será apresentado e discutido com auxílio de uma análise de sensibilidade e uma avaliação por múltiplos para complementar o estudo.

#### 3.6.4.1 Modelo Discounted Cash Flow (DCF)

Levando em consideração todos os pressupostos enunciados nas subsecções anteriores, a avaliação por modelo DCF estimou o valor da empresa em aproximadamente € 175,7M.

Ano	Rendimento (milhões)	EBITDA (milhões)	Margem EBITDA (%)	Free Cash Flow (milhões)	Fator de Desconto	Valor Atualizado (milhões)	Valor de Continuidade (milhões)	Valor Total (milhões)
1	62,1M€	14,0M€	22,5%	9,1M€	0,92	8,3M€		
2	72,3M€	16,3M€	22,5%	6,5M€	0,84	5,4M€		
3	83,0M€	18,5M€	22,3%	7,9M€	0,77	6,1M€		
4	93,5M€	20,6M€	22,0%	9,5M€	0,70	6,7M€		
5	101,6M€	21,8M€	21,5%	12,1M€	0,64	7,8M€		
6	109,2M€	23,5M€	21,5%	12,9M€	0,59	7,6M€		
7	116,1M€	25,0M€	21,5%	13,9M€	0,54	7,5M€		
8	122,2M€	26,3M€	21,5%	14,6M€	0,49	7,2M€		
9	127,2M€	27,4M€	21,5%	15,2M€	0,45	6,9M€		
10	131,1M€	28,2M€	21,5%	15,6M€	0,41	6,4M€		
<b>Total</b>							<b>105,9M€</b>	<b>175,7M€</b>

Figura 6 - Resumo da Avaliação por DCF

### 3.6.4.2 Análise de Sensibilidade

Conforme apontado por Vernimmen et al. (2022), a análise de sensibilidade constitui uma ferramenta essencial para avaliar a robustez dos modelos de avaliação, permitindo simular o impacto de variáveis críticas e reduzir a incerteza associada às projeções.

A análise de sensibilidade aplicada ao modelo DCF permitiu avaliar as alterações nas variáveis, taxa de desconto (WACC), taxa de crescimento, *CapEx* e variação do *working capital*. A análise apresentada através da tabela permite observar como pequenas alterações nas variáveis podem levar a variações significativas do valor presente dos *cash flows* futuros. Esta abordagem é essencial para esse estudo, pois ajuda a quantificar os riscos e enriquecer a análise qualitativamente e quantitativamente.

Cenário	WACC	Crescimento Médio do Rendimento (até 5º ano)	Crescimento do Rendimento (6º ao 9º ano)	Crescimento do Rendimento (à partir do 10º ano)	CapEx Médio (% do EBITDA)	Δ Média do Working Capital (% do EBITDA)	Valor Total (milhões)
Pessimista	10,76%	10%	6%, 5%, 4%, 3%	2%	9%	26%	95M€
Esperado	9,26%	13%	7%, 6%, 5%, 4%	3%	6%	22%	176M€
Otimista	7,76%	16%	8%, 7%, 6%, 5%	4%	3%	18%	359M€

Figura 7 - Resumo da Análise de Sensibilidade

Foram projetados três cenários diferentes, nos quais ocorreram alterações da taxa de desconto (WACC), da taxa de crescimento do rendimento para os próximos cinco anos, da taxa de crescimento dos rendimentos entre o 6º e o 9º ano, da taxa de crescimento dos rendimentos à partir do 10º ano, do *CapEx médio*, e da variação média do *working capital*. Os gastos com depreciações e amortizações permaneceram constantes na análise de sensibilidade. Apesar dos resultados indicarem uma grande amplitude em termos de valor total da empresa, essa análise configura maior robustez para o modelo, pois considera diferentes cenários e aumenta a probabilidade de que o valor real da empresa esteja compreendido entre as estimativas geradas pelo modelo.

O cenário otimista considera um custo de capital menor para a empresa, taxas de crescimento mais elevadas para o rendimento, gastos mais reduzidos em *CapEx* e *working capital*, resultando numa avaliação final de € 359M.

O cenário pessimista considera um custo de capital maior para a empresa, taxas de crescimento mais modestas, valores mais onerosos em termos de *CapEx* e variação de *working capital*, resultando em uma avaliação final de € 95M.

### 3.6.4.3 Método dos Múltiplos

O uso da média dos múltiplos serve para suavizar distorções individuais e fornecer uma referência mais equilibrada do valor de mercado da empresa. Ao

agregar múltiplos de empresas e transações comparáveis, reduz-se o impacto de variações específicas, tornando a análise mais robusta como complemento ao modelo DCF.

Na presente análise, os múltiplos obtidos a partir do conjunto de empresas comparáveis foram ajustados através da aplicação de um desconto de 20%, de forma a refletir adequadamente as diferenças de liquidez e dimensão entre estas empresas de referência (tipicamente de maior escala e com capital negociado em mercado) e a empresa avaliada, de menor dimensão e capital privado. Este ajuste, por iliquidez e escala, visa proporcionar uma estimativa mais realista e prudente do valor da empresa, alinhada com as práticas comuns em avaliações no mercado privado.

Método de Avaliação	Múltiplo	Múltiplo Médio	Valor da Empresa (milhões)
<b>Empresas Comparáveis</b>			
	EV / Sales	1,8x	192M€
	EV / EBITDA	10,9x	250M€
<b>Transações Comparáveis</b>			
	EV / Sales	1,7x	181M€
	EV / EBITDA	10,2x	235M€

Figura 8 - Resumo do Método dos Múltiplos Usando a Média

A mediana dos múltiplos constitui uma métrica alternativa no uso do método dos múltiplos, uma vez que reduz a influência de valores atípicos que possam distorcer a análise. Diferentemente da média, que pode ser afetada por extremos na distribuição, a mediana representa o valor central do conjunto de observações, oferecendo uma estimativa menos sensível a *outliers*. Sendo assim, a sua utilização reforça a intenção do método dos múltiplos, reduzindo distorções e proporcionando um referencial mais representativo para complementar a avaliação por DCF (Koller et al., 2020).

Método de Avaliação	Múltiplo	Múltiplo Mediano	Valor da Empresa (milhões)
<b>Empresas Comparáveis</b>			
	EV / Sales	1,3x	138M€
	EV / EBITDA	10,6x	244M€
<b>Transações Comparáveis</b>			
	EV / Sales	1,3x	131M€
	EV / EBITDA	9,9x	228M€

Figura 9 - Resumo do Método dos Múltiplos Usando a Mediana

#### 3.6.4.4 Possíveis Impactos Gerados pelo Cenário Protecionista

É importante ter em consideração, o atual contexto protecionista norte americano para debater sobre as possíveis consequências para a empresa e sua avaliação ou até mesmo para um próximo estudo. A recente adoção de uma postura protecionista por parte dos Estados Unidos pode ter um impacto considerável na avaliação DCF da empresa, dado que uma parcela significativa do seu rendimento provém desse mercado. O aumento das tarifas alfandegárias poderá reduzir as margens e o *cash flow* associado, afetando diretamente a rentabilidade da empresa, especialmente se esta não conseguir transferir os custos adicionais para os clientes. Em outra perspectiva, a competitividade da empresa pode ser prejudicada em relação aos concorrentes americanos ou a outras regiões com acordos comerciais mais vantajosos. Este cenário pode ainda implicar a necessidade de ajustar as projeções de crescimento do rendimento e a estrutura de custos, o que poderá afetar o valor presente dos *cash flows* futuros. Portanto, torna-se relevante fazer essa menção sobre o possível impacto potencial destas variáveis, considerando a exposição da empresa ao mercado norte americano e deixar como sugestão para um próximo estudo, caso esse cenário se concretize.

#### 3.6.4.5 Resumo da Avaliação Financeira

A avaliação financeira desenvolvida baseou-se em um modelo DCF, permitindo estimar o valor da empresa através da projeção dos seus *cash flows* futuros, descontados a uma taxa que reflete o risco envolvido. Para aferir a robustez do modelo, foi aplicada uma análise de sensibilidade, testando alterações em variáveis críticas, como a taxa de desconto, as taxas de crescimento, os investimentos em *CapEx* e a gestão do *working capital*. Esta abordagem possibilitou a construção de diferentes cenários, evidenciando a amplitude de valores que a empresa pode assumir e permitiu uma melhor compreensão dos riscos associados. O cenário otimista avaliou a empresa em € 359M e o cenário pessimista avaliou a empresa em € 95M. Ao realizar uma média simples entre os três cenários, se chegou à avaliação média de € 210M.

Para complementar a avaliação, recorreu-se ao método dos múltiplos, no qual foram analisadas empresas comparáveis, considerando as métricas EV/EBITDA e EV/Sales, de modo a obter uma perspectiva adicional sobre a avaliação. O método dos múltiplos foi realizado tanto com a média como com a mediana dos múltiplos, garantindo um maior equilíbrio na análise. Considerando o desconto de 20%, foram obtidos 8 valores compreendidos no intervalo de € 131M e € 250M. A média simples entre os valores retornou um valor médio de € 200M, não muito distante dos valores obtidos pelo DCF e pela análise de sensibilidade.

A junção do modelo DCF com estas metodologias conferiu maior credibilidade ao estudo, proporcionando uma visão menos limitada e mais fundamentada sobre o valor da empresa.

<b>Método</b>	<b>Valor da Empresa (milhões)</b>
DCF	176M€
Análise de Sensibilidade (média)	210M€
Método dos Múltiplos (média)	200M€
<b>Média</b>	<b>195M€</b>

*Figura 10 - Resumo da Avaliação Financeira*

# Capítulo 4

## Conclusão e Reflexão Pessoal

Esse capítulo sintetiza o final deste trabalho, destacando as principais conclusões resultantes do estudo realizado, bem como uma reflexão sobre os aprendizados adquiridos.

### 4.1 Conclusão sobre o Caso Prático

O caso prático apresentado nesta tese constitui um exemplo ilustrativo dos desafios e fatores críticos que condicionam o sucesso de processos de M&A no segmento mid-market, especialmente em Portugal. A análise de dois processos distintos de venda — um não concretizado e outro bem-sucedido — permitiu evidenciar que a realização de uma transação depende não apenas da solidez financeira da empresa, mas, sobretudo, da forma como o mercado percebe os riscos associados da entidade em questão.

No primeiro processo, apesar da performance financeira positiva da empresa, a elevada dependência de fornecedores asiáticos, a ausência de capacidade produtiva própria e a inexistência de uma segunda linha de gestão autónoma foram determinantes para a percepção negativa por parte dos investidores. Estes fatores de risco, amplamente discutidos na literatura académica, comprometeram o apetite de investimento, conduzindo ao insucesso da operação.

O segundo processo, realizado alguns anos depois, evidencia como a mitigação ativa destes riscos estruturais alterou substancialmente a atratividade da empresa. A implementação de unidades produtivas próprias, a profissionalização da gestão e a diversificação geográfica do rendimento

resultaram numa perceção mais favorável por parte dos investidores, o que se traduziu numa valorização superior e na concretização da venda. Esta evolução confirma a relevância de fatores qualitativos na avaliação de empresas privadas e reforça o papel do assessor financeiro na preparação estratégica, antes da colocação no mercado.

Assim, este trabalho corrobora os fundamentos teóricos apresentados no Capítulo 1, ao demonstrar que o sucesso de uma transação de M&A depende da confluência de múltiplos fatores — momento, preparação dos acionistas, perceção de valor e mitigação de riscos — sendo a boa situação financeira uma condição necessária, mas não suficiente.

## 4.2 Confronto entre a Teoria e a Prática

A aplicação dos conceitos teóricos ao caso concreto permitiu validar a utilidade prática dos modelos de avaliação financeira e dos referenciais estratégicos que orientam os processos de M&A. Contudo, foi igualmente evidente que a realidade operacional das empresas de média dimensão, em mercados como o português, introduz complexidades específicas que muitas vezes não se encontram refletidas na bibliografia convencional.

A teoria fornece um quadro robusto de análise, sobretudo em termos de metodologia de avaliação e estruturação do processo, mas é na capacidade de adaptação à realidade da empresa-alvo que reside o verdadeiro diferencial. O presente estudo confirma, portanto, que teoria e prática não se opõem, mas antes se complementam, sendo ambas indispensáveis para o desenvolvimento de transações eficientes.

Importa ainda destacar a dificuldade em encontrar literatura académica focada no mid-market português, sendo esta lacuna parcialmente colmatada pela análise empírica aqui desenvolvida. A obra de Marks et al. (2023) foi

particularmente relevante na construção do referencial teórico, permitindo estruturar uma abordagem crítica às transações em contexto de PME.

### 4.3 Contributo para a Literatura e Prática Profissional

A principal contribuição deste trabalho reside na análise longitudinal de um processo de venda conduzido em dois momentos distintos, com resultados contrastantes. Esta abordagem, pouco comum na literatura sobre M&A em PMEs, permitiu isolar e identificar alguns dos fatores determinantes para o sucesso transacional, oferecendo evidência empírica sobre o impacto da perceção de risco, da preparação dos acionistas e da maturidade organizacional no desfecho das operações.

Este estudo poderá, assim, servir de base para investigações futuras no campo do M&A em mercados mais pequenos, menos desenvolvidos ou menos investigados, como o português, particularmente no segmento das empresas não cotadas. Do ponto de vista profissional, reforça-se a importância de uma assessoria estratégica desde as fases iniciais da decisão de venda, bem como da capacidade dos acionistas em prepararem a sua empresa para responder aos critérios exigentes dos investidores.

## **Declaração de IA generativa e tecnologias assistidas por IA no processo de redação**

Durante a elaboração do meu trabalho escrito/dissertação, M&A em Portugal, Análise de Caso, foi utilizado o ChatGPT para as tarefas de correção de erros gramaticais, consulta de informações e auxílio, tendo sido utilizadas as *prompts* listadas no final do documento na secção Lista de *Prompts*. Após a utilização desta ferramenta, revi e editei o conteúdo conforme necessário e assumo total responsabilidade pelo conteúdo do trabalho apresentado.

Declaro ainda conhecer e respeitar o Código de Conduta de Inteligência Artificial da Católica Porto Business School.



# Bibliografia

Axial. (n.d.). 7 M&A documents demystified: A CEO's guide to M&A success.

Axial.

Bruner, R. F. (2004). Applied mergers and acquisitions. John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2015). Applied corporate finance (4.<sup>a</sup> ed.). John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2025). Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (4.<sup>a</sup> ed.). John Wiley & Sons.

de Bodt, E., Cousin, J. G., Officer, M. S., & Roll, R. (2024). The deterrence effect of M&A regulatory enforcements. *Journal of Corporate Finance*, 85, 102559. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2024.102559>

DePamphilis, D. (2021). Mergers, acquisitions, and other restructuring activities (11.<sup>a</sup> ed.). Elsevier Academic Press.

Feldman, S. J. (2005). Principles of private firm valuation. John Wiley & Sons.

Gaughan, P. A. (2018). Mergers, acquisitions, and corporate restructurings (7.<sup>a</sup> ed.). John Wiley & Sons.

Haley, C. (2018). Demystifying private company valuation. *The Journal of Private Equity*, 21(2), 42–44. <http://www.jstor.org/stable/26394227>

Harrison, B. (2020). Due diligence, definitions, and doubt. In *Data room management for mergers and acquisitions in the oil and gas industry* (pp. 1–20). Elsevier.

Hitchner, J. R. (2003). Financial valuation: Applications and models. John Wiley & Sons.

- Howson, P. (2003). *Due diligence: The critical stage in mergers and acquisitions* (1.<sup>a</sup> ed). Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781315578255>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (7.<sup>a</sup> ed.). John Wiley & Sons.
- Luchterhand, H., & von Hochberg, P. (1999). *Strategies for successful acquisitions in Germany*. C. H. Reynolds Luchterhand AG .
- Marks, K. H., Blees, C. W., Nall, M. R., & Stewart, T. A. (2023). *Middle market M&A: Handbook for advisors, investors, and business owners* (2.<sup>a</sup> ed.). John Wiley & Sons.
- Rosenbaum, J., & Pearl, J. (2020). *Investment banking: Valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions* (3.<sup>a</sup> ed.). John Wiley & Sons.
- Sharma, M. (2012). Determining volatility, cost of equity, and equity valuation of private business for M&A. *The Journal of Private Equity*, 15(3), 102–105. <http://www.jstor.org/stable/44954007>
- Sherman, A. J. (2018). *Mergers and acquisitions: From A to Z* (4.<sup>a</sup> ed.). AMACOM.
- Vernimmen, P., Quiry, P., & Le Fur, Y. (2022). *Corporate finance: Theory and practice* (6.<sup>a</sup> ed.). John Wiley & Sons.

# Anexo

## Lista de *Prompts*

1. De que forma posso conciliar a análise financeira de uma empresa em dois momentos distintos?
2. Minha conclusão está a responder adequadamente à questão central da dissertação?
3. Quais são os pontos fortes e os pontos fracos da minha análise?
4. Faça uma lista sugestões de livros e artigos académicos que possam ser relevantes para os temas M&A e avaliação financeira.
5. Meu texto está de acordo com o português formal e académico de Portugal?
6. Pode me dar ideias de como explorar melhor minha análise?
7. Pode me dar sugestões de melhorias?
8. Indique possíveis incoerências em meu texto e explique as de forma breve.
9. Há alguma parte do meu trabalho que não foi suficientemente explorada ou desenvolvida. Se sim, por quê?
10. Meu texto está claro?
11. Verifique se minha bibliografia está de acordo com as normas da APA 7 em português de Portugal.