Múltiplo EBITDA de operadora de apostas: como estruturar o preço

iGBRASIL

Notícias · Utilidades · Recursos para operadores de iGaming

Mercado · Estratégico

Múltiplo EBITDA de operadora de apostas: como estruturar o preço

Por que o GGR de 2025 não vira EBITDA depois do imposto, e como desenhar earn-out, escrow e condição suspensiva enquanto o desfecho da MP 1.394/2026 é desconhecido

Por Redação iGBRASIL, Redação

Publicado em 24/10/2026 às 14h05

· 12 min de leitura

Por que importa

Quem negocia hoje precifica um ativo sem receita corrente: o preço só sobrevive se a estrutura contratual separar o que é valor de marca, base e tecnologia do que depende de um evento regulatório incerto.

Aplicar múltiplo sobre GGR líquido de bônus superestima o EBITDA, e a dedutibilidade do bônus na base do GGR está sob apuração da Fazenda desde 2026 — é risco de preço, não detalhe contábil.

Com as 85 outorgas extintas pela MP 1.394/2026, não há habilitação a transferir: comprar quotas significa herdar passivo de restituição, autuação e rescisão sem receber licença em troca.

Múltiplo EBITDA de operadora de apostas: como estruturar o preço

A que preço se compra uma operadora brasileira de apostas em um mercado com a oferta proibida por medida provisória, autorizações extintas e nenhum faturamento corrente? A pergunta é de quem está dos dois lados da mesa agora: controlador que precisa liquidar um ativo que queima caixa e comprador que enxerga opção sobre um mercado que pode voltar. Este texto não trata do passivo da outorga extinta nem do crédito indenizatório contra a União — trata da mecânica da transação: como separar o que está sendo comprado, como converter GGR histórico em EBITDA defensável e como redigir earn-out, escrow e condição suspensiva para que o preço não vire litígio.

Resumo executivo

Não se compra "a operadora": compram-se quatro ativos separáveis — base de jogadores, marca e tráfego, stack tecnológico e pretensão contra a União —, cada um com lógica de preço própria.

O múltiplo tem de ser calculado sobre GGR bruto de bônus. A Fazenda apura 14 operadoras por dedução de bônus na base de cálculo, com R$ 96,1 milhões atribuídos a uma única delas.

Com as autorizações extintas pela MP 1.394/2026 (publicada em 25/09/2026), não há licença a transferir — a operação é compra de ativos e reputação, não de habilitação.

A estrutura típica em ativo com receita suspensa é à vista mínimo + earn-out com gatilho regulatório objetivo + escrow alinhado ao prazo de fiscalização tributária + condição suspensiva com data-limite.

Gatilho de earn-out precisa ser verificável — ato que restabeleça autorização, deferimento de nova outorga, GGR acumulado em janela fechada. "Retomada do mercado" não é gatilho, é arbitragem.

O ativo em negociação não é uma empresa em funcionamento

A MP 1.394/2026, publicada em 25 de setembro de 2026, proíbe a exploração, a oferta, a intermediação e a publicidade de apostas de quota fixa, extingue as autorizações vigentes, determina a devolução de recursos aos apostadores e prevê bloqueio de sites e transações, com multa diária em caso de descumprimento. O texto está em vigor e tem 120 dias para ser convertido em lei pelo Congresso, prazo que coloca o desfecho dentro do horizonte normal de um closing. O Ministério da Justiça informou em outubro de 2026 que as plataformas cumpriram a determinação e encerraram as apostas no Brasil.

A consequência prática para a mesa de negociação é direta: o alvo não gera receita. O que está à venda é marca, base de dados, tecnologia, contratos e eventual pretensão contra a União. Qualquer múltiplo aplicado sobre o desempenho de 2025 precifica um cenário que não existe na data da assinatura — e que pode não existir na data do pagamento.

O número que ancora as conversas é a arrecadação federal com apostas e jogos, que somou R$ 11,1 bilhões de janeiro a setembro de 2026, segundo dados da Receita Federal divulgados em outubro. É a melhor medida pública do tamanho do mercado que pode voltar — e, por isso mesmo, o vendedor usa para pedir prêmio e o comprador usa para dimensionar a opção. Como esse número entrou na própria disputa política da MP, ele não deve ser lido como projeção de receita da empresa que está sendo comprada.

Separe a compra em quatro ativos antes de discutir preço

Negociar um número único para "a operadora" é o erro mais caro do processo. Cada componente tem lógica de precificação distinta e risco distinto — e alguns simplesmente não são transferíveis.

AtivoBase de precificaçãoRisco principal

Base de jogadoresValor por jogador ativo nos últimos 12 meses, nunca por cadastroLGPD: a transferência exige base legal própria e comunicação ao titular; cadastro inativo vale perto de zero

Marca, domínio e tráfego orgânicoMúltiplo sobre receita de mídia comparável, não sobre GGRMarca associada a apuração de PLD ou nota técnica da SPA destrói prêmio

Stack (PAM, carteira, integrações)Custo de reposição, não múltiploLicenças de terceiros raramente são cedíveis sem anuência do fornecedor

Pretensão contra a UniãoPercentual do valor de face, com deságio por prazoNão há reconhecimento judicial consolidado; entra como parcela contingente do preço

Componentes do preço e como cada um se sustenta

Definida a separação, vem a escolha estrutural que define todo o resto: compra de quotas ou de ativos selecionados. Com as 85 outorgas extintas pela MP, não há habilitação embutida nas quotas. Quem compra participação societária herda o passivo de restituição a apostador, autuações fiscais, contratos de afiliado em RevShare com cláusula de sobrevivência, patrocínios rescindidos e rescisões trabalhistas — sem receber licença em troca. A compra de ativos selecionados transfere marca, base e stack e deixa o passivo na casca, ao custo de

renegociar contrato por contrato.

Refazer o GGR: por que o número do vendedor é sistematicamente otimista

O coração da conta está aqui. Sob a Lei 14.790/2023, a tributação incide sobre o GGR — receita de apostas menos prêmios pagos. A disputa é sobre o que mais pode ser subtraído antes de chegar a essa base. A Fazenda apura 14 operadoras por dedução de bônus na apuração do GGR, com R$ 96,1 milhões atribuídos a uma delas. Não há decisão definitiva, o que significa que o comprador não pode tratar a dedutibilidade nem como permitida nem como vedada: tem de precificar os dois cenários.

Na prática, isso exige refazer a série histórica em duas versões. Se o vendedor apresenta GGR líquido de bônus e o comprador aplica o múltiplo sobre esse número, ele embute uma economia tributária que pode não existir — e o desvio é tanto maior quanto mais agressiva tiver sido a política de promoção. A documentação que sustenta cada oferta é o que separa um ajuste de preço de uma contingência aberta; sem a ficha que prova cada oferta de bônus, o comprador não consegue nem dimensionar o risco, muito menos cobri-lo com escrow.

O segundo ajuste é de composição de receita. Parte das emendas à MP converge para restringir cassino online, e outro bloco mira mercados específicos do sportsbook. Se o religamento vier parcial, a receita histórica que vinha de produtos excluídos deixa de ser base de projeção. Esse corte precisa ser feito linha a linha, por vertical, antes de qualquer múltiplo.

De GGR para EBITDA: a sequência que o comprador tem de refazer

Reconstituir o GGR bruto de bônus, por mês e por vertical, com a documentação de cada campanha promocional.

Excluir a receita de produtos que podem não voltar, isolando sportsbook, cassino ao vivo e slots.

Aplicar a carga tributária da Lei 14.790/2023 sobre o GGR na versão mais conservadora de dedutibilidade.

Descontar custo de meios de pagamento, royalties de provedor de jogo e taxa de plataforma — itens que são percentuais de receita, não custo fixo.

Descontar custo de mídia em cenário de publicidade restrita, que encarece aquisição e alonga payback.

Múltiplo EBITDA de operadora de apostas: como estruturar o preço

Aplicar IRPJ e CSLL sobre o lucro resultante e só então comparar o EBITDA obtido com o múltiplo pedido.

A diferença entre esse EBITDA e o que o vendedor modelou costuma ser maior que a margem de negociação do preço. É por isso que, em processos recentes, a discussão migrou da discussão de múltiplo para a discussão de estrutura: as partes não convergem sobre o número porque não convergem sobre a base.

A estrutura de preço: à vista mínimo, earn-out com gatilho objetivo, escrow longo

Em ativo com receita suspensa por norma sob revisão, preço fixo transfere todo o risco regulatório para uma das partes — e nenhuma das duas aceita. O desenho que as mesas estão usando tem quatro camadas.

Parcela à vista mínima. Dimensionada para cobrir caixa operacional e passivo trabalhista imediato, não para remunerar expectativa de retomada.

Earn-out condicionado a evento regulatório. Parcelas liberadas contra gatilhos verificáveis, cada um com data-limite e destino definido do valor caso não ocorra.

Escrow. Retenção para contingência fiscal e de restituição a apostador, com prazo alinhado ao período de fiscalização tributária — escrow de doze meses não cobre autuação que pode vir anos depois.

Condição suspensiva. Closing amarrado ao desfecho da MP, com data-limite, efeito de rompimento definido e janela de renegociação.

O ponto que mais gera disputa é a redação do gatilho. "Retomada do mercado" não é gatilho: é convite à arbitragem. Gatilhos que funcionam são aqueles cuja ocorrência um terceiro consegue verificar sem interpretar: publicação de ato normativo que restabeleça a autorização; deferimento de nova outorga em nome da empresa adquirida; atingimento de GGR acumulado dentro de uma janela de meses contada do religamento efetivo. Cada um precisa de data-limite e de regra explícita sobre o que acontece com a parcela se o prazo vencer sem o evento.

Em ativo cujo valor depende de um ato de terceiro, a cláusula não deve descrever o resultado econômico desejado, e sim o fato jurídico que o produz. É a diferença entre uma parcela que se paga e uma parcela que se discute.

Princípio corrente em contratos de M&A com condição regulatória

A cláusula de mudança adversa relevante merece atenção simétrica. Ela precisa listar por escrito o que conta como MAC regulatória — e, sobretudo, o que não conta, porque já era conhecido na data da assinatura. A MP em vigor, a extinção das outorgas, as apurações fiscais públicas e a tramitação no Congresso não podem servir de porta de saída para quem assinou sabendo deles.

Due diligence muda de foco: o passivo passa a ser o item principal

Em mercado ativo, a diligência persegue qualidade de receita recorrente. Em mercado desligado, persegue passivo. A lista abaixo é a que define se o preço fecha.

Saldo de apostador ainda não devolvido, conciliado contra o reporte exigido pela SPA/MF — bancos devolveram R$ 1,325 bilhão até 14 de outubro de 2026, mas o resíduo por empresa varia muito.

Multa diária prevista na MP para descumprimento do encerramento, e eventual exposição por domínios ainda acessíveis.

Autuações e apurações de PLD/FT, cujo passivo acompanha o controlador adquirido sob a Lei 9.613/1998.

iGBRASIL

Contratos de afiliado em RevShare com cláusula de sobrevivência e responsabilidade por conteúdo publicado.

Patrocínios rescindidos, multas contratuais e rescisões trabalhistas em curso.

Integridade e completude da base de dados exportada da plataforma, incluindo histórico de transação e de autoexclusão.

Três desses itens têm tratamento operacional já detalhado no portal e devem ser checados antes da assinatura: o que a exportação de dados do PAM precisa conter antes do desligamento, quem responde pelo conteúdo publicado pelo afiliado e quais obrigações da SPA/MF continuam valendo após o encerramento. Nenhuma delas deixa de existir porque a operação parou.

Anuências e pessoas: o que faz o ativo religar

Provedores de jogo, PSPs, provedores de nuvem e licenciadores de conteúdo esportivo

raramente permitem cessão automática de contrato. Sem anuência prévia, o comprador adquire uma marca que não consegue religar porque perdeu o fornecedor. O mapeamento dessas anuências deve ser condição precedente, não tarefa de pós-closing.

O mesmo vale para o time. Compliance, trading e CRM são as funções que determinam o tempo entre o evento regulatório e a primeira aposta aceita — e esse tempo é exatamente o que define se o earn-out é atingido. Com a ANJL apontando 3.500 demissões no setor após a MP, o plano de retenção deixou de ser cláusula acessória: quem perdeu a equipe mínima para manter a estrutura de pé compra tempo de recomposição que entra direto na conta do comprador.

Referência internacional, com ressalva

Em Reino Unido, Malta e Espanha, a mudança de controle de licenciado exige aprovação prévia do regulador e a licença não acompanha automaticamente as quotas — por isso o preço nesses mercados embute prazo regulatório de change of control. A comparação ajuda a entender por que, no Brasil de outubro de 2026, a lógica é diferente: com as autorizações extintas, não existe habilitação a aprovar nem a transferir. Isso simplifica o processo e, ao mesmo tempo, retira do comprador a garantia mais valiosa de uma aquisição em mercado regulado.

O que medir, dos dois lados da mesa

iGBRASIL

MétricaComo calcularPara que serve

EV/GGR ajustadoEnterprise value ÷ GGR bruto de bônusComparação honesta entre alvos com políticas promocionais diferentes

EV/EBITDA pós-impostoEnterprise value ÷ EBITDA após tributação sobre GGR, PSP, provedor e mídiaMúltiplo que o comitê de investimento consegue defender

Valor por jogador ativoPreço alocado à base ÷ jogadores com depósito em 90 ou 180 diasEvita pagar por cadastro inerte

Passivo por jogadorSaldo a devolver ÷ base ativaDimensiona a contingência de restituição em termos comparáveis

Cobertura do escrowEscrow ÷ (contingência provável + possível)Mostra quanto do risco está efetivamente retido

Percentual do preço em riscoParcela à vista ÷ preço totalMede quanto do valor depende de evento regulatório

Múltiplo EBITDA de operadora de apostas: como estruturar o preço

Tempo de religamentoDias estimados entre evento regulatório e primeira aposta aceitaCalibra a janela do earn-out

Retenção de pessoas-chavePermanência de compliance, trading e CRM em 12 mesesPrediz a viabilidade do gatilho de GGR

Métricas de acompanhamento da transação

Os erros que aparecem em quase todo processo

Aplicar múltiplo sobre GGR líquido de bônus sem refazer a base bruta.

Comprar quotas acreditando que a autorização vem junto — ela foi extinta pela MP.

Tratar o saldo de apostador não devolvido como contingência remota, quando há fiscalização ativa e reporte obrigatório.

Fixar escrow com prazo inferior ao da fiscalização tributária.

Transferir base de CPFs sem base legal de LGPD e sem comunicação ao titular.

Deixar anuência de provedor e PSP para depois do closing.

Assinar sem preço alternativo para o cenário de caducidade da MP.

Ignorar a avaliação de notificação ao Cade quando os critérios de faturamento da Lei 12.529/2011 forem atendidos.

A última referência de consolidação em condições normais é a aquisição da Apostou.com pela Esportes da Sorte, anunciada em julho de 2026, antes da MP. Ela ainda baliza conversas, mas descreve um mercado com receita, autorização vigente e publicidade permitida — três premissas que não valem hoje. Não há base pública consolidada de EV/EBITDA para operadoras brasileiras, e transações privadas raramente divulgam valor; qualquer múltiplo citado sem fonte primária em uma mesa de negociação deve ser tratado como argumento, não como dado.

O desfecho da MP 1.394/2026 — conversão em lei, caducidade ou decisão do Supremo — não tem probabilidade estimável com informação pública. Exatamente por isso, o trabalho de quem negocia não é acertar o cenário: é redigir um contrato que produza um preço defensável em cada um deles.

Acompanhe a tramitação que define o preço

Múltiplo EBITDA de operadora de apostas: como estruturar o preço

Cada movimento da MP 1.394/2026 no Congresso e no STF altera o gatilho do seu earn-out — receba a cobertura regulatória do iGBRASIL antes da próxima reunião de comitê. Para receber a análise do que muda para operadores, assine a newsletter do iGBRASIL.

Assuntos:

Lei 14.790/2023 · M&A · MP 1.394/2026 · SPA/MF · Tributação · Valuation

Fonte original:

https://igbrasil.com/noticias/mercado/multiplo-ebitda-de-operadora-de-apostas-como-estruturar-o-preco

Documento gerado em 28/10/2026 às 22h21.

Reprodução permitida mediante citação da fonte e link para o endereço acima.

© 2026 iGBRASIL. Conteúdo destinado a maiores de 18 anos.