

## **EBITDA.**

ROHANA DE NAZARÉ SILVA DE MEDEIROS.

Historicamente, o EBITDA derivou do EBIT, um indicador baseado apenas nas informações das Demonstrações de Resultado que permitia deduzir se a empresa capitalizada seria rentável ou não. Nos anos 80, ele foi adaptado para justificar algumas operações de leverage-buyout, transação onde um se adquire o controle acionário de empresa e uma parcela significativa do pagamento é financiado através de dívida, transformando-se no EBITDA conhecido hoje.

Isto ocorreu porque muitas companhias pagavam valores muito acima do mercado dos ativos adquiridos e os analistas experientes tentavam manipular o resultado deste índice para as empresas em situação pré-falimentar e com ativos de longa vida útil.

Também nesta mesma época, o EBITDA foi classificado como bom indicador para administradores de portfólios globais com investimentos em ações em diferentes países emergentes com diferenças nas políticas monetárias, pois ele deixa tais empresas num mesmo nível comparativo.

Sendo assim, podemos classificar o EBITDA (sigla para o inglês de Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) como um indicador contábil usado para dar uma perspectiva futura de determinada instituição. Ariovaldo dos Santos, professor de contabilidade da Universidade de São Paulo, diz que o EBITDA mostra o potencial de geração de caixa de um

negócio, pois indica quanto dinheiro é gerado pelos ativos operacionais, ou seja, quanto o recurso investido retorna em resultado para a empresa.

De acordo com Martins, 1998, trata-se na verdade, de uma forma de medir desempenho da empresa em termos de fluxo de caixa e de auxiliar, de forma prática, no processo de avaliar a empresa como um todo (...), olhando basicamente a capacidade de geração de recursos dos ativos da entidade. Assaf Neto, conceitua o EBITDA como fluxo de caixa operacional da empresa, apurado antes do imposto de renda.

Em linhas gerais, o EBITDA representa o potencial essencialmente operacional de caixa produzido pelo ativo antes mesmo de considerar qualquer custo de capital alheio tomado emprestado. Por isso, tal índice não poderá corresponder ao efetivo fluxo de caixa físico, já que partes das receitas podem não estar recebidas assim como parte das despesas podem não estar pagas.

Desta forma, pode-se dizer a principal diferença entre o lucro operacional e o EBITDA é exatamente o valor das depreciações, amortizações e exaustões, tornando-se um importante índice de desempenho levando em consideração que são excluídos de seus cálculos as despesas escriturais, ainda que operacionais, que não representam de fato desembolso.

É necessário ainda fazer a distinção entre o EBIT e o EBITDA. O primeiro vem do inglês "Earnings Before Interest and Taxes" que traduzido ao português significa lucro antes de juros e impostos, enquanto que o EBITDA segue as denominações antes citada.

Este índice ganhou importância especialmente para aqueles que estão voltados aos mercados de ações, pois retrata apenas o resultado final da empresa, seja lucro ou prejuízo, como também para análise e decisões na gestão das empresas. Especialistas afirmam que este indicador pode ser utilizado na análise da origem dos resultados das empresas e, por eliminar os efeitos dos financiamentos e decisões contábeis, é capaz de medir com mais precisão a produtividade e a eficiência do negócio.

Para as instituições financeiras, o cálculo deste índice avalia o risco financeiro de emprestar considerando o nível de endividamento versus a capacidade e risco de receber. Já para o investidor, o EBITDA pode ser usado como base para comparação entre as empresas investidas, entendendo-se que algumas podem exigir metas de EBITDA a ser alcançado.

Para a própria instituição este indicador pode sinalizar se ela pode ou não manter seus investimentos para cumprir com as covenants (obrigações específicas) com condição de pagar juros e amortizar o principal.

Para Rubens Marçal, consultor da FIRB (Financial Investor Relations Brasil), o EBITDA é um indicador exclusivo para empresas de capital intensivo com ativos de longa vida útil, pois, o fato de seu cálculo não considerar os atributos específicos de cada atividade, avaliando todas elas de uma mesma forma, trás profundas distorções à análise. Diz ainda que o valor que pode ser atribuído ao EBITDA é como ferramenta acessória para ser utilizada em conjunto de outros indicadores e restrita a determinados tipos de empresa ou a empresas em determinadas situações.

Por isso, vale salientar que o uso deste indicador requer um foco, uma determinação de aplicação, para que suas dimensões não afetem sua eficácia e passe então a apresentar riscos na interpretação para o usuário.

Alfred King desmembra o EBITDA em pelo menos quatro aplicações. A primeira é a utilização deste índice em substituição à relação preço/lucro. A segunda é o EBITDA sendo aplicado em empresas que estão operando com prejuízo, a exemplo das empresas de internet, pois “essas companhias quase inevitavelmente mostraram prejuízo de acordo com os princípios de contabilidade geralmente aceitos e os investidores estavam desconfortáveis em investir em operações de prejuízo”.

A terceira refere-se a forma como a empresa encontra-se nos modelos de avaliação aplicados, pois, usando um múltiplo apropriado, o valor da empresa é determinado instantaneamente, porém, podendo se repetir ao longo de sua vida, e isso nem sempre é verdadeiro. E a quarta, é considerar que este valor está disponível, sendo que, como explicado anteriormente isso nem sempre acontece.

Os defensores da aplicação do EBITDA sustentam, entre outros, os seguintes argumentos:

1. Pode ser utilizado na análise da lucratividade entre as empresas;
2. Por eliminar os efeitos dos financiamentos e decisões contábeis, sua utilização pode fornecer uma comparação relativamente boa para o analista pois mede a produtividade e a eficiência do negócio;

3. O EBITDA como percentual de vendas pode ser utilizado para identificar empresas que sejam as mais eficientes operadoras dentro de um determinado segmento de mercado;
4. O EBITDA pode ser utilizado para comparar a tendência de lucratividade nas indústrias pesadas (ex: siderurgia e automobilística) até as de alta tecnologia porque remove da análise, o impacto dos financiamentos de grandes inversões de capital;
5. A variação percentual do EBITDA de um ano em relação a outro mostra aos investidores se uma empresa conseguiu ser mais eficiente ou aumentar sua produtividade;
6. O EBITDA é uma excelente ferramenta de medição para organizações que apresentem uma utilização intensiva dos equipamentos (mínimo de vinte anos).

Como resultado prático da análise, é possível destacar a constatação de três indicadores intimamente interligados que, praticamente, podem modificar o significado e a aplicação generalizada do EBITDA pelas empresas e mercado, principalmente quando for utilizado no enfoque de gestão e/ou para projeção de fluxo de caixa e demonstrações financeiras; são eles:

1. Variação da relação média entre Investimentos em Imobilizados e a Depreciação: essa relação demonstra a representatividade dos reinvestimentos feitos, ou seja, não dá para desprezar o montante dos investimentos quando comparados com o valor da depreciação, uma vez que é muito relevante e expressivo o valor de investido em imobilizado

2. A relação entre a Depreciação e o EBITDA: na realidade as empresas investem em imobilizados proporcionalmente mais do que consomem ou registram, portanto, novamente a evidência encontrada demonstra a fragilidade do uso do EBITDA como fluxo de caixa bruto do negócio ou como indicador de melhoria de resultados;

3. A relação média dos Investimentos em Imobilizados comparados com o EBITDA: se considerássemos nesse cálculo o impacto do Imposto de Renda Operacional desembolsado e a necessidade de capital de giro, será que a geração seria positiva?. Portanto, embora a empresa possa apresentar crescimento do EBITDA em termos absolutos ou comparativamente à receita, as relações ficam alteradas devido a necessidades de capital (fixo e de giro), sugerindo reflexão e muita cautela com o uso do indicador EBITDA.

Porém, vale ressaltar alguns aspectos importantes em relação ao EBITDA, a começar por:

1.O EBITDA não representa, de fato, o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa. Ele é uma aproximação, com muitas restrições, desse valor. No Brasil há, inclusive, um estudo elaborado pelos professores Bruno Salotti e Marina Yamamoto da USP <sup>1</sup> comparando o EBITDA com o fluxo de caixa operacional das empresas brasileiras (na época em que a divulgação da DFC era voluntária). Os autores demonstram que raramente o EBITDA é uma boa aproximação do fluxo de caixa operacional da empresa. Assim, utilizar o EBITDA como métrica para o fluxo de caixa operacional das entidades pode levar a conclusões incorretas com relação ao desempenho operacional da empresa;

2. É muito comum que empresas contratem financiamentos e empréstimos para alavancar suas operações. Assim, é mais comum as empresas apresentarem despesas financeiras superiores às receitas financeiras. Outrossim, como também é comum as empresas apresentarem Imposto de Renda e Contribuições sobre seus lucros operacionais, é fácil presumir-se que o EBITDA seja superior ao lucro líquido, sendo que, em muitos casos, o EBITDA é positivo muito embora a linha final da demonstração de resultados apresente prejuízo líquido;

3. O EBITDA não considera as mudanças no capital de giro e, portanto, sobrevaloriza o fluxo de caixa em períodos de crescimento do capital de giro. Para manter suas vendas e seu retorno, atuando em um mercado competitivo, a empresa precisa reinvestir constantemente recursos na atualização seus ativos fixos. Quanto mais curta a vida útil destes, maior a freqüência com que tais reinvestimento devem ser feitos. Empresas de alta tecnologia, empresas de transportes e várias outras cujos ativos tornam-se obsoletos em curto espaço de tempo correm o risco de perder espaço de mercado ou até desaparecer se não se atualizarem na mesma velocidade dos concorrentes. Empresas de capital intensivo formadas por ativos de longa vida útil, embora se modernizem em espaço de tempo muito maior, quando o fazem, investem somas vultosas, cuja disponibilidade não será problema se recursos equivalentes à depreciação tiverem sido provisionados ao longo dos anos anteriores, formando um fundo de reserva para investimento. O EBITDA, ao desconsiderar a depreciação como uma despesa, sem considerar também as saídas efetivas de caixa para aquisição de capital fixo cria a ilusão de um fluxo de caixa melhor do que realidade é, algumas vezes transformando visão de

uma realidade crítica de falta de caixa em um cenário róseo de excesso de liquidez.

4. O EBITDA pode dar uma falsa ideia sobre a efetiva liquidez da empresa- Ao confundir-se o EBITDA com a Geração de Caixa e atribuir-se a ele o poder de medir liquidez comete-se um engano que pode distorcer gravemente a visão da realidade financeira da empresa.

5. O EBITDA não considera o montante de reinvestimento requerido, especialmente nas empresas que apresentam ativos operacionais de vida curta (três a cinco anos)-

6.O EBITDA nada apresenta sobre a qualidade dos lucros;

7. Ele ignora as distinções existentes na qualidade dos fluxos de caixa originados de diferentes práticas contábeis (nem todas as receitas geram caixa!);

8. O EBITDA ignora atributos específicos na análise de determinadas empresas/negócios;

9. Companhias da chamada nova economia têm tentado convencer os investidores de que devem ser avaliadas, exclusivamente, com base no EBITDA, desconsiderando-se até a hipótese de prejuízo e com isso, têm conseguido ludibriar investidores leigos ou mal informados;

10. A aparente hipótese de estar livre de manipulações caiu por terra com o escândalo da Worldcom, quando esta reconheceu US\$ 7 bilhões de despesas



operacionais como investimentos de capital, o que provocou profunda distorção no lucro e conseqüente aumento do EBITDA;

11. Por ser de fácil apuração o EBITDA é frequentemente utilizado como a mais importante medida de performance do resultado de muitas empresas. Entretanto, seu resultado pode dar uma falsa ideia do verdadeiro potencial de investimento de uma empresa, justamente por não refletir o EBITDA de uma mesma companhia pode variar dependendo de onde ele é calculado. Cada país, independentemente das diferenças conjunturais, tem seus próprios padrões de contabilidade e as práticas diferem em termos de reconhecimento de receitas,

12. O EBITDA de uma mesma companhia pode variar dependendo de onde ele é calculado. Cada país, independentemente das diferenças conjunturais, tem seus próprios padrões de contabilidade e as práticas diferem em termos de reconhecimento de receitas,

13. O EBITDA ignora distinções na qualidade do fluxo de caixa resultantes de diferentes critérios contábeis – nem todas receitas são caixa. Diferentes critérios contábeis podem ter profundo efeito no EBITDA tornando-o uma ferramenta pobre na comparação de resultados financeiros entre diferentes empresas. Políticas de reconhecimento de receitas que têm pouca correlação com entradas de caixa, como as adotadas por vários tipos de empresas que fazem apropriações pelo critério de porcentagem concluída da obra ou do serviço (empresas de Internet, construtoras, indústrias de equipamentos sob encomenda de longo prazo etc.), podem levar a um distanciamento significativo entre EBITDA e fluxo de caixa.

14.. O EBITDA não diz nada sobre a qualidade do lucro. O EBITDA, isoladamente, nada revela sobre a qualidade do lucro da companhia. Ao somar-se a depreciação e a amortização, um EBIT negativo pode transformar-se num EBITDA positivo se aqueles valores forem suficientemente grandes para cobrir o prejuízo e deixar um saldo. Em geral, quanto maior a proporção do EBIT no EBITDA, maior é o fluxo de caixa. E, ainda, quanto

De maneira clara e resumida podemos dizer que o EBITDA é calculado da seguinte forma:

RECEITA LÍQUIDA

(-)CMV

= LUCRO BRUTO

(-)DESPESAS OPERACIONAIS

= EBITDA

A receita líquida equivale ao total da vendas no período, o CMV, o custo das mercadorias vendidas e as despesas operacionais referem-se aos demais custos ligados a operacionalização da atividade principal da empresa.

Neste contexto, verificamos que para o cálculo do EBITDA, desconsideram-se as receitas (despesas) financeiras, pois não constituem a atividade principal da empresa, assim como os impostos incidentes sobre o lucro, que, no caso do Brasil, é o Imposto de Renda de Pessoa Jurídica (IRPJ) e a Contribuição Social

Sobre o Lucro (CSSL), bem como depreciações e amortização (exaustão), por não representarem de fato, desembolso.

Como exemplo, podemos citar o seguinte indicador apresentado pela CELESC S/A em 2008, em milhões de reais:

Valores em mi reais	1º tri 2007	1º tri 2008	Var %
<b>RECEITA OPERACIONAL BRUTA:</b>			
Fornecimento de Energia Elétrica	1.204.698	1.193.744	(1)
Fornecimento de Gás	-	119.649	-
Suprimento de Energia Elétrica	4.427	7.816	77
Disponibilização do Sistema de Transmissão	34.813	42.270	21
Arrendamento e Aluguéis	7.170	7.672	7
Renda da Prestação de Serviços	3.762	2.418	(36)
Energia Elétrica de Curto Prazo	2.291	13.022	468
Ajuste Financeiro IRT 2005	11.179	424	(96)
Outras Receitas	2.054	3.875	89
<b>Total</b>	<b>1.390.890</b>	<b>1.270.394</b>	<b>9</b>
<b>Deduções da Receita Operacional</b>			
ICMS sobre Energia Elétrica Vendida	249.810)	261.018)	4
ISS	(35)	(30)	14)
Reserva Global de Reversão - RGR	(5.559)	(5.237)	(6)
Cofins	(97.273)	(109.929)	13
Pis	(21.520)	)	12
Conta de Desenvolvimento Energético - CDE	(32.380)	(24.033)	14
Conta de Consumo de Combustíveis - CCC	(62.660)	(36.780)	72)
Pesquisa e Desenvolvimento	(4.399)	(17.685)	(8)
Eficiência Energética - PEE	(3.990)	(4.064)	2
		(4.064)	
<b>TOTAL</b>	<b>(477.626)</b>	<b>(426,840)</b>	<b>(3)</b>
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>792.768</b>	<b>928.050</b>	<b>17</b>
<b>Despesas Operacionais</b>			
Energia Elétrica Comprada para Revenda	(403.064)	(441.353)	9
Energia Elétrica Comprada para Revenda - Curto Prazo	)	)	2
	(5.806)	(5.895)	16
Encargos de Uso da Rede Elétrica	(57.211)	(66.200)	-
Gás Natural Combustível	-	(47.290)	-

Transporte de Gás	-	(14.544)	15
Pessoal e Administradores	(77.646)	(89.235)	12
Material	(9.986)	(11.185)	11
Serviço de Terceiros	(46.373)	(51.341)	37
Depreciação	(25.163)	(34.372)	44
Amortização	(1.314)	(1.891)	109
Provisão	(15.304)	(32.024)	11
Reversão da Provisão	7.842	8.734	1)
Recuperação de Despesas	7.032	6.978	98)
Utilização de Faixas de Domínio	(36.197)	(647)	47)
Programa de Incentivo a Fontes Alternativas - PROINFA	(10.110)	(5.316)	31)
Outras Despesas	(19.701)	(13.600)	
<b>TOTAL</b>	<b>(639.001</b>	<b>799.181</b>	<b>15</b>
	)	)	
<b>RESULTADO DO SERVIÇO</b>	<b>99.767</b>	<b>128.869</b>	<b>29</b>
<b>RESULTADO FINANCEIRO LÍQUIDO</b>	<b>8.305</b>	<b>605</b>	<b>(93)</b>
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>129.474</b>	<b>108.072</b>	<b>20</b>
<b>Resultado não Operacional</b>			
Receita não Operacional	2.468	86.165	(97)
Despesa não Operacional	(180)	(299)	
			(40)
<b>RESULTADO NÃO OPERACIONAL</b>	<b>85.866</b>	<b>2.288</b>	<b>97</b>
<b>LUCRO ANTES DO IR E CSLL</b>	<b>193.938</b>	<b>131.762</b>	<b>38</b>
Imposto de Renda	(23.001)	(49.092)	(53)
Contribuição Social	(8.596)	(18.092)	(52)
Imposto de Renda Diferido	(3.160)	3.729	-
Contribuição Social Diferida	(1.559)	1.342	(216)
			)
<b>LUCRO ANTES DAS PARTICIPAÇÕES</b>	<b>131.825</b>	<b>95.446</b>	<b>(28)</b>
Participação Minoritária	-	(19.368)	(42)
<b>LUCRO LÍQUIDO DO PERÍDO</b>	<b>131.825</b>	<b>76.078</b>	<b>(42)</b>
<b>LUCRO PÓR LOTE DE 100 AÇÕES R\$</b>	<b>341,77</b>	<b>197,24</b>	<b>(42)</b>

Fonte: CELESC S/A

#### Demonstração do Cálculo do EBITDA

R\$ milhões	1T08	1T07	Var. %
Receita Operacional Bruta	1.391	1.270	9
Deduções	(463)	(478)	(3)

<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>928</b>	<b>793</b>	17
Despesas Operacionais	(799)	(693)	15
<b>Resultado do Serviço</b>	<b>129</b>	<b>100</b>	29
Depreciação	34	25	37
Amortização	2	1	44
<b>EBITDA</b>	<b>165,1</b>	<b>126,2</b>	<b>31</b>

Segundo a empresa, o EBITDA alcançou R\$ 165,1 milhões no 1T08 ante R\$ 126,2 milhões no mesmo período do ano anterior. A margem EBITDA evoluiu 1,9 pontos percentuais entre os períodos comparados, refletindo especialmente a contribuição do resultado da venda de gás (SGGás). Excluindo os efeitos da SCGás, o EBITDA atingiria o valor de R\$134,6 milhões no primeiro trimestre de 2008 decorrente do aumento no resultado dos serviços.

É preciso ter-se muito claramente que EBITDA não é Geração Operacional de Caixa a substitui no fluxo de caixa. Sua aplicação em empresas pré-falimentares faz sentido, porque nessa situação a empresa se vê forçada a suspender investimentos, podendo considerar a depreciação como um recurso disponível; caso contrário, a depreciação é um valor necessário para cobrir investimentos na renovação necessária dos ativos da empresa.

Para companhias formadas ativos de longa vida útil, é possível lançar da depreciação, momentaneamente, num curto período de tempo, como se fosse recurso caixa disponível para outra finalidade qualquer; mesmo assim, tal atitude não pode perdurar haverá necessidade de se repor no futuro recursos assim utilizados. Há certo abuso no uso do EBITDA como indicador isolado, tanto por analistas quanto por companhias.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS.

Indicador em moda desde meados da última década, embora muito mais antigo do alguns imagine, o EBITDA transformou-se na principal métrica usada por empresas, analistas e investidores para relatar ou avaliar a desempenho de qualquer negócio.

Porém, o EBITDA não deve ser considerado isoladamente ou como um substituto do lucro (prejuízo) líquido ou da receita operacional, como um indicador de desempenho operacional ou substituto do fluxo de caixa como indicador de liquidez ou de capacidade de pagamento.

## REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA:

<http://portalexame.abril.com.br/revista/exame/edicoes/0772/empresas/m0052337.html>

<http://dinheirama.com/blog/2008/05/14/ebitda-indicador-importante-para-o-investidor/>,

[http://novosolhos.com.br/site/arq\\_material/15136\\_16293.pdf](http://novosolhos.com.br/site/arq_material/15136_16293.pdf)

[http://www.humbertorosa.com.br/Banco\\_de\\_Artigos/Contabilidade%20Gencial/EBITDA\\_02.pdf](http://www.humbertorosa.com.br/Banco_de_Artigos/Contabilidade%20Gencial/EBITDA_02.pdf)

[http://www.b2i.cc/Document/1628/art\\_REALVALORDESSAMETRICA2006.pdf](http://www.b2i.cc/Document/1628/art_REALVALORDESSAMETRICA2006.pdf)

<http://exame2.com.br/forum/viewtopic.php?t=2827&highlight=&sid=458c51c5cc4b2bd01f0b4bf599a91371>

KING, Alfred M. Warning: Use of EBITDA May Be Dangerous to Your Career. Strategic Finance. Vol. 83, n.4, September, 2001.

<http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos52005/228.pdf>

<http://www.portaldecontabilidade.com.br/tematicas/calculodoebitda.htm>

<http://www.calcgraf.com.br/content.php?recid=81&type=A>

<http://www.suportepostos.com.br/modules/news/article.php?storyid=2850>

[http://www.b2i.cc/Document/1449/Celesc\\_Release\\_1T08.pdf](http://www.b2i.cc/Document/1449/Celesc_Release_1T08.pdf)