

ANÁLISE DO EBITDA PARA TOMADA DE DECISÃO

Guilherme Pressi¹

RESUMO

O processo de obtenção das informações financeiras visando à verificação dos efeitos das atividades operacionais, avaliação de empresas ou para tomada de decisão, podem ser obtidas por diversas maneiras, no entanto, na Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) é onde podemos obter as melhores informações e mais apropriadas para mensuração e analisar uma empresa. A correta interpretação do Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais (FCO) servirá como base para diversas decisões gerenciais. Por sua fácil apuração o EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), traduzida para a sigla LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações) é freqüentemente utilizado como a mais importante medida de performances do resultado de muitas empresas de capital aberto e pelos analistas de mercado. O presente artigo aborda o ponto de vista de renomados autores sobre as vantagens e desvantagens da utilização do EBITDA como ferramenta de apuração, esclarecendo os pontos fortes e pontos fracos desta medida e remete a uma reflexão sobre a utilização única desta medida de desempenho.

Palavras-chave: EBITDA – Fluxo de Caixa – LAJIDA

1 INTRODUÇÃO

Frente a um mercado cada vez mais competitivo, os gestores devem conhecer profundamente os indicadores econômicos para que possa tomar as suas decisões estratégicas, garantindo a sobrevivência e a competitividade. Além de manter-se informado sobre diversos assuntos é essencial para manter a empresa no rumo certo.

¹ Mestre Guilherme Pressi - E-mail: guilherme.pressi@cesuca.edu.br

O Brasil vem se adequando ao cenário contábil mundial e a partir de 2010 passou a ser obrigatória a publicação da Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC), para as Sociedade por Ações, companhias de capital aberto, exceto as que tiverem patrimônio líquido inferior a R\$ 2 milhões de reais. As demais empresas brasileiras não são obrigadas a divulgar, apesar de algumas empresas respondendo a tendência mundial vem divulgando a Demonstração do Fluxo de Caixa de maneira voluntária.

Para as empresas que não publicam as informações claramente e deixando-os levar pela tendência mundial, os profissionais do mercado, necessitando destas informações para análise, procuram maneiras mais simplificadas e acabam normalmente utilizando o EBTIDA como método de comparação, avaliação de empresas e como o resultado do Fluxo de Caixa Operacional das empresas se comporta.

A apuração do indicador e o conhecimento profundo deste índice se tornam a cada dia mais essencial, pois ao longo do artigo compreenderemos que o EBITDA não reflete a real situação do fluxo de caixa operacional das empresas, mas obtemos informações valiosas sobre a empresa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 DEMONSTRACAO DO FLUXO DE CAIXA

Para Tracy (2000) as demonstrações financeiras são as referencias básicas e o paradigma fundamental de qualquer empresa. O Objetivo primordial das demonstrações financeiras consiste em apresentar as realizações da empresa em relação a cada um dos imperativos financeiros fundamentais de qualquer negocio: obter lucro (demonstração de resultado), gerar caixa (demonstração do fluxo de caixa) e preservar a saúde financeira (balanço patrimonial).

Tracy (2000) descreve ainda que a Demonstração do Fluxo de Caixa é exatamente o que o nome indica, pois resume as entradas e saídas de caixa durante o período, enquadradas em três grupos: (1) caixa gerador de lucro (atividades operacionais), (2) atividades de investimentos e desinvestimento; e (3) atividades financeiras. Ajuda a detectar possíveis fraudes, pois esses esquemas geralmente exigem o aumento nos números referentes a contas a receber e estoques. A elevação nesses dois itens do ativo operacional se reflete na

demonstração do fluxo de caixa e devem ser analisados com cuidados pelos gerentes.

Preparar a Demonstração do Fluxo de Caixa permite obter informações preciosas sobre a situação financeira de uma empresa em um determinado período.

Para Hoji (1997) sem conhecer o Fluxo de Caixa, não se pode saber que capacidade a empresa tem de gerar receita. Portanto, pode-se concluir que, se uma empresa apresenta lucros elevados, mas não está gerando caixa, na realidade, essa empresa poderá não estar gerando nenhum lucro. É sempre bom lembrar que as empresa quebram não por falta de lucro e sim por falta de caixa.

Geralmente, os investidores e os banqueiros avaliam o risco de investimento e de crédito com base na situação financeira de uma empresa e de sua capacidade de geração de caixa, pois eles querem ter certeza de que os recursos aplicados na empresa serão devolvidos, de alguma forma, no futuro. Nas operações de fusão e aquisição de companhias, leva-se em conta o fluxo de caixa, e não os lucros ou prejuízos (gerados ou projetados), para determinar o valor de mercado da companhia. As análises de investimentos também são feitas com base no fluxo de caixa descontado e não em lucros. Portanto, o fluxo de caixa tem importância fundamental na avaliação do desempenho econômico de projetos, divisões e empresas.

De acordo com Matarrazo (2010) “A Demonstração do Fluxo de Caixa pode ser preparada facilmente de fora da empresa, a partir das demonstrações financeiras publicadas. Além disso, pode ser construída sob a forma que permite uma série de relações e avaliações referentes à capacidade de pagamento da empresa e à administração financeira, extremamente útil tanto interna quanto externamente à empresa”.

As principais informações dessa demonstração referem-se à capacidade financeira da empresa de:

- Autofinanciamento das operações (compras, produção e vendas)
- Independência do sistema bancário no curto prazo.
- Gerar recursos para manter e expandir o nível de investimentos.
- Amortizar dívida bancárias de curto e longo prazo.

Outras informações que podem ser extraídas do Demonstrativo do Fluxo de Caixa, segundo Matarrazo (2010):

- Quais as causas das mudanças na situação financeira da empresa?
- O que foi feito com o lucro gerado pelas operações?

- Qual a aplicação feita com os novos empréstimos?
- Como foi possível a companhia distribuir dividendos após o prejuízo sofrido no exercício.
- Como está sendo financiada a expansão da empresa?
- Com que recursos a empresa amortizou antecipadamente dívidas de longo prazo?
- O que foi feito com as receitas de vendas do imobilizado?
- Os recursos gerados pelas operações foram suficientes?
- Por que a empresa teve de tomar empréstimos se seu lucro mais a depreciação são superiores aos investimentos em imobilizado?
- Qual a habilidade dos administradores em obter recursos adequados às aplicações?
- A política de investimento adotada pela empresa é apropriada?
- O nível em tesouraria (disponibilidade mais aplicações financeiras) é adequado?
- A política de distribuição de dividendos é compatível com a geração de recursos?

Marion (2006) descreve que é indubitavelmente todas as Demonstrações Contábeis (DC) devem ser analisadas:

- Balanço Patrimonial (BP);
- Demonstração do Resultado do Exercício (DRE);
- Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR);
- Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados (ou Mutações PL);
- Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC);
- Demonstração do Valor Adicionado (DVA).

A maior ênfase é dada para as duas primeiras demonstrações, uma vez que, por meio delas, são evidenciadas de forma objetiva a situação financeira (identificada no BP) e a situação econômica (identificada no BP e, em conjunto com o DRE). Entretanto o foco deste artigo é na Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC).

É bem verdade que a atual lei das Sociedades por Ações, veio trazer a tão esperada padronização das Demonstrações Contábeis para todos os tipos societários, excetuando-se as Sociedades por Ações ao setor financeiro, facilitando sobremaneira a reclassificação das demonstrações. Antes daquela lei, existia a incumbência adicional de o analista traduzir as demonstrações para um modelo-padrão, porquanto havia diversas formas de estruturar as demonstrações (Lei, Circulares do Banco Central, Tradições Contábeis, etc.).

Pelo fato de nos defrontarmos com demonstrações padronizadas, entretanto, não significa que seja dispensável um tratamento mais rigoroso de ajustes, de reclassificação de

contas.

Segundo Silva (2008) na análise financeira de uma empresa, utilizamos as informações obtidas em suas demonstrações contábeis e todo conhecimento que temos sobre a empresa e o segmento em que a mesma atua, com intuito de compreendermos e avaliarmos aspectos como: (1) capacidade de pagamento da empresa mediante a geração de caixa, (2) capacidade de remunerar os investidores, gerando lucro em níveis compatíveis com suas expectativas, (3) nível de endividamento, motivo e qualidade do endividamento, (4) políticas operacionais e seus impactos na necessidade de capital de giro da empresa, (5) impactos das decisões estratégicas relacionadas a investimentos e financiamentos, por exemplo. A amplitude e a profundidade da análise dependem do uso que se pretenda fazer de seu produto final, que é um relatório que contém um parecer ou uma recomendação. Para avaliar a empresa em seus diversos aspectos, os analistas financeiros de modo geral além dos conceitos de EBTIDA, NOPAT, EVA, da análise horizontal e vertical, pode utilizar os chamados índices financeiros, fluxos de caixas e de recursos, IOG (Investimentos Operacional em Giro), projeções, modelos de previsão de insolvências e outras técnicas baseadas em métodos quantitativos, entre outros recursos.

O que reforça mais a importância de nosso artigo em mensurar as vantagens e desvantagens da análise do EBTIDA para tomadas de decisão.

2.2 O EBTIDA

Uma ferramenta útil e normalmente utilizada entre os analistas e especialistas de mercado devido à facilidade de exposição, granjeando uma fama de “número mágico” dentre as centenas de números das demonstrações financeiras, apesar de não ter nenhuma precisão.

Para Matarazzo (2010) o EBITDA (Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), ou seja, Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações, seria melhor definido apenas, o lucro somadas às despesas que não provocarem saídas de caixa como depreciações, amortização, perdas de equivalência patrimonial, provisões para perdas no ativo permanente, juros a longo prazo, impostos definidos e outros.

É comum empresas publicarem o EBTIDA e sua evolução em valor absoluto, apresentando seu crescimento como algo favorável tal qual se faz com o lucro líquido.

O defeito maior é apresentar o EBTIDA por ação, que é completamente sem sentido, A empresa distribui, normalmente, como dividendos uma parte do seu lucro e, excepcionalmente, acrescido de algum caixa adicional gerado, desde que ele queira abrir mão

do crescimento. Mas nunca se admite distribuir EBTIDA nem usá-lo para dimensionar lucro distribuível.

Conforme Iudícibus (2007) nos últimos anos um indicador financeiro passou a ser amplamente utilizado pelas empresas de capital aberto e pelos analistas de mercado como a principal, e, às vezes, única avaliação de desempenho ou do valor das companhias: O EBTIDA.

Na América ficou conhecido na década de 70 e era utilizado pelos analistas como uma medida temporária para avaliar o tempo necessário para que uma empresa com grande investimento em infraestrutura pudesse vir a prosperar sob a perspectiva de longo prazo considerando-se apenas sua atividade operacional.

Ainda Iudícibus (2007) em sua obra descreve que o procedimento para calcular o EBTIDA é inteiramente livre de regulamentação, ou seja, a empresa calcula o seu da maneira que desejar. Este tipo de postura chamou a atenção de entidades como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec).

Assim se faz necessária uma metodologia para padronizar sua elaboração, pois somente, com um modelo único, que até poderá ter adaptações conforme o segmento do negócio será possível a comparação entre o desempenho das empresas.

Para Silva (2008) o EBITDA ou LAJIRDA é uma medida de performances operacional, que considera as receitas operacionais líquidas, menos os custos e as despesas operacionais, exceto as depreciações e amortizações. Ou seja, é o lucro operacional, mais as depreciações e amortizações. Muitas empresas estabelecem a remuneração de certos executivos a partir de metas de EBITDA. Neste sentido, os executivos estão sendo avaliados pela performance operacional, não computando o impacto dos investimentos em imobilizado (foi excluído o valor das depreciações e amortizações) nem da estrutura de capitais. Para algumas atividades em que as estruturas das empresas possam ser muito parecidas, o EBITDA fornece também uma medida comparativa de desempenho com a concorrência. É importante notarmos que a política de gestão de capital de giro, especialmente, a concessão de crédito e de prazos a clientes poderão ter interferência expressiva na necessidade líquida de capital de giro e nas perdas com inadimplentes, o que acarretará impacto na estrutura de capital e nos resultados sem o seu reflexo no EBITDA.

Em uma análise mais crítica, para Silva (2008) não há dúvida de que se o EBTIDA for negativo, é péssimo, porém, se for positivo, não é suficiente para tomarmos qualquer decisão em relação à empresa, seja para compra de suas ações ou para fornecimento de empréstimos.

2.2.1 Aplicações EBITDA

Matarazzo (2010) menciona que a utilização do EBITDA, enquanto único instrumento apto a mediar a real capacidade financeira de uma empresa, bem como a servir de instrumento de avaliação da capacidade da empresa gerir caixa e cobrir o seu serviço da dívida, pode conduzir muito freqüentemente a uma série de erros.

De maneira geral, fazem-se as principais críticas a utilização do EBITDA.

- o EBITDA é mensurado antes do imposto de renda, enquanto que o caixa disponível para pagar dividendos ou recompra de ações, depois do imposto de renda; poderia ser excluído das despesas desembolsáveis apenas o IR diferido.
- o EBITDA não considera as receitas e despesas não operacionais, tais como ganhos e perdas na alienação de bens do ativo fixo.
- o EBITDA não mensura a necessidade de reinvestimentos em bens de ativo permanente.
- o EBITDA ignora as variações de capital de giro.

Para Assaf Neto (2009) com a globalização da economia, as empresas percebem que sua continuidade esta vinculada a atender, da forma mais eficiente possível, aos desejos estabelecidos pelo mercado. Em verdade, a atual abertura de mercado, ao mesmo tempo em que promove os consumidores ao papel de poder patronal, coloca a competitividade como o principal desafio contemporâneo a ser vencido pelas empresas na busca de sua viabilização.

Neste sentido, Assaf Neto (2009) menciona que surge a necessidade de medidas gerenciais que ressaltem melhor as estratégias financeiras e vantagens competitivas empreendidas. As empresas estão sempre redescobrimdo indicadores tradicionais do campo de finanças, porém formulados de maneira bastante moderna e sofisticados, e disseminando seu uso de forma globalizada.

O EBTIDA equivale ao conceito restrito do fluxo de caixa operacional da empresa, apurado antes do cálculo do imposto de renda. Parte das receitas consideradas no EBTIDA pode não ter sido recebida, assim como parte das despesas incorridas pode ainda estar pendente de pagamento, Logo, essa medida financeira não representa o volume monetário

efetivo de caixa, sendo interpretado de forma melhor como um indicador do potencial de geração de caixa proveniente de ativos operacionais.

A grande novidade segundo Assaf Neto (2009) refere-se a análise do EBITDA como desempenho global de uma empresa por meio do fluxo de caixa, independente dos reconhecidos méritos associados aos índices, talvez esteja em sua proposta de se tornar uma medida financeira globalizada. Efetivamente, ao se confrontar o EBITDA de empresas de diferentes economias, a comparabilidade dos resultados é prejudicada principalmente pelas variações da legislação tributária e políticas de depreciações adotadas. Ao se compararem os resultados operacionais de caixa líquidos dessas despesas, como propõe o índice, os valores passam a refletir o potencial de caixa das entidades sem a interferência das práticas e normas legais adotadas de maneira peculiar pelos diversos países.

Como ilustração, considere o demonstrativo de resultado abaixo publicado por uma empresa, ao final de determinado exercício social:

RECEITA DE VENDAS	\$ 17.000
Custo de Mercadoria Vendida	\$ (9.000)
LUCRO BRUTO	\$ 8.000
Despesas com Vendas	\$ (800)
Despesas gerais e Administrativas	\$ (1.200)
EBITDA	\$ 6.000
Depreciações	\$ (1.000)
LUCRO OPERACIONAL ANTES DO IR	\$ 5.000
Despesas Financeiras	\$ (900)
LUCROS ANTES DO IR	\$ 4.100
Provisão do IR	\$ (1.400)
LUCRO LIQUIDO	\$ 2.700

Tabela 1: Demonstrativo do Resultado

Fonte: Neto, Alexandre Assaf. Estrutura e Análise de Balanço

O EBITDA calculado no período é de \$ 6.000, indicando o resultado operacional antes do imposto de renda e das despesas que não representam movimentação efetiva de caixa (depreciação):

$$\text{EBITDA} = \text{Lucro Operacional} + \text{Depreciação}$$

$\text{EBITDA} = \text{R\$ } 5.000,00 + \text{R\$ } 1.000,00 = \text{R\$ } 6.000,00$
--

Tabela 2: Demonstração do cálculo do EBITDA

Muitas vezes é interpretado que quanto maior essa medida, maior será também a capacidade de geração de liquidez da empresa motivada por atividades de natureza estritamente operacional.

Observe ainda que o EBITDA é capaz de cobrir 6,67 vezes (EBITDA \$ 6.000/Despesas Financeiras \$ 900) as despesas de juros de competência do exercício, permitindo uma avaliação da capacidade da empresa em remunerar, em termos de caixa, seus credores com os recursos gerados pelas aplicações em seus ativos operacionais.

Segundo Matarazzo (2010) em vistas dessas imperfeições do EBITDA, o correto é deixá-lo de lado, usar as demonstrações dos fluxos de caixa, já reclassificados na forma de Demonstração do Fluxo de Caixa.

Vale lembrar que essas relações são de extraordinária utilidade para o administrador na análise do desempenho financeiro da empresa, e, o que é importante, essa análise pode ser facilmente feita fora da empresa.

A solução viável para equacionar os principais problemas decorrentes de uma visão simplista da análise financeira adstrita ao uso do EBITDA reside na utilização do modelo de Demonstração Fluxo de Caixa.

No mercado há defensores e críticos deste índice; para Iudícibus (2007) deve haver urgência na sua padronização, pois o EBITDA é um item manipulável mesmo obedecendo a todos as regras legais e contábeis, apesar de o mesmo isoladamente nada revelar a qualidade do lucro da empresa, pois, ao somar-se a depreciação e a amortização, podemos conseguir EBITDA positivo, se esses valores forem suficientes para cobrir eventual prejuízo e deixando saldo.

Vem sendo observado pelas entidades representativas do mercado de capitais que a informação do LAJIDA (EBITDA) esta sendo elaborada e divulgada de forma muito particular pelas companhias abertas e de forma divergente entre elas. Essa situação torna difícil compreender tanto a formação do número apresentado quanto a sua integração ou conciliação com outros números da Demonstração do Resultado, além de não ser comparável.

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

- Pode ser utilizado na análise da lucratividade entre as empresas;
- 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 negocio;

- 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;
- O EBIIDA pode ser utilizado para comparar a tendência de lucratividade nas empresas pesadas (ex. siderúrgica e automobilística) até as de alta tecnologia porque remove da análise, o impacto dos financiamentos de grandes inversões de capital;
- 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;
- O EBITDA é uma excelente ferramenta de medição para organizações que apresentem uma utilização intensiva dos equipamentos (mínimo de vinte anos).

Criticas à utilização exclusiva do EBITDA, embora reconhecendo a validade relativa da utilização do EBITDA, os críticos apresentam os seguintes argumentos:

- 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. 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 resultado apresente prejuízo líquido;
- O EBITDA não considera as mudanças no capital de giro e portando, sobrevaloriza o fluxo de caixa em períodos de crescimento do capital de giro;
- O EBITDA pode dar uma falsa idéia sobre a efetiva liquidez da empresa;
- O EBITDA não considera o montante de reinvestimento requerido, especialmente nas empresas que apresentam ativos operacionais de vida curta (três a cinco anos);
- O EBITDA não apresenta sobre a qualidade dos lucros;
- Ele ignora as distinções existentes na qualidade dos fluxos de caixas originados de diferentes práticas contábeis (nem todas as receitas geram caixa!);
- O EBITDA ignora atributos específicos na análise de determinadas empresas/negócios;

4 DISCUSSÃO

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 idéia do verdadeiro potencial de investimento de uma empresa, justamente por não refletir adequadamente, a verdadeira habilidade na geração de caixa para continuidade das operações. Nesta ótica, diversos estudiosos discutem sobre as vantagens e desvantagens da utilização do EBITDA para tomada de decisão ou se observar somente este indicador o gestor possuirá uma visão completa da empresa pesquisada e o entendimento se a empresa está seguindo o objetivo primordial das empresas que é o de obter lucro, gerar caixa e preservar a saúde financeira.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Considerando um indicador de fácil apuração e repetitivamente empregado como a mais importante medida de performance do resultado de muitas empresas. Não podemos deixar de recomendar cautela na análise deste indicador, podemos ter uma falsa idéia do verdadeiro potencial de investimento de uma empresa, justamente por não refletir adequadamente, a verdadeira habilidade na geração de caixa para continuidade das operações.

Após o escândalo da Worldcom, quando reconheceu US\$ 7 bilhões operacionais como investimentos de capital, o que provocou profunda distorção no lucro e conseqüente aumento no EBITDA as empresas especialmente nos Estados Unidos que anteriormente davam ênfase ao EBITDA em suas comunicações sobre os seus resultados voltam a ficar muito mais no lucro por ação e dando mais atenção a outros indicadores.

Os administradores devem manter-se alerta quanto a aumentos em contas a receber e em estoques, assim como em contas a pagar, que constam da demonstração do fluxo de caixa. Além de causarem efeitos negativos sobre o fluxo de caixa, esses aumentos na atividade de vendas e com outros fatos e informações. Concentrar atenção nas mudanças em cada item do ativo operacional e do passivo operacional de modo a identificar qualquer alteração mais significativa nos índices operacionais da empresa. Estas variações exercem efeito imediato sobre o fluxo de caixa da empresa.

No Brasil ainda levará mais algum tempo e o EBITDA continuará sendo muito utilizado pelo mercado, principalmente na avaliação de empresas. Em resumo, o EBITDA continuará sendo um indicador relevante e importante, porem com uma melhor compreensão

de suas limitações e, portanto, outros indicadores tradicionais também continuaram presentes nas análises e avaliações de investimentos e performances de muitas organizações.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

HOJI, Mariano Yoshitake Masakazu. *Gestão de Tesouraria: controle e análise de transações financeiras em moeda fortes*. São Paulo: Atlas, 1997.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Análise de balanços*. 8. Ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MATARAZZO, Dante Carmine. *Análise Financeira de Balanços: Abordagem Gerencial*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MARION, José Carlos. *Análise das Demonstrações Contábeis : contabilidade empresarial*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

NETO, Alexandre Assaf. *Estrutura e Análise de balanços: um enfoque econômico: financeiro*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

SILVA, José Pereira da Silva. *Análise Financeira das Empresas*. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

TRACY, John A. *MBA Compacto: finanças*. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.