

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO PAULO

RAFAELL SHIDA

ANÁLISE DO EBITDA AJUSTADO DAS EMPRESAS DE CONSUMO CÍCLICO

São Paulo
2020

RAFAELL SHIDA

ANÁLISE DO EBITDA AJUSTADO DAS EMPRESAS DE CONSUMO CÍCLICO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Ciências Contábeis, da UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO PAULO, como requisito parcial para a Obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof^ª. Dra. Simone Alves da Costa

São Paulo
2020

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca Unifesp Osasco
e Departamento de Tecnologia da Informação Unifesp
Osasco, com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

S555a SHIDA, Rafaell
Análise do EBITDA ajustado das empresas de consumo
cíclico / Rafaell Shida. - 2020.
25 f.

Trabalho de conclusão de curso (Ciências Contábeis) -
Universidade Federal de São Paulo - Escola Paulista de Política,
Economia e Negócios, Osasco, 2020.
Orientador: Simone Alves da Costa.

1. Ciências contábeis. 2. EBITDA. 3. EBITDA Ajustado. 4.
Empresas de Consumo Cíclico. I. Costa, Simone Alves da, II.
TCC - Unifesp/EPPEN. III. Título.

CDD: 657

RESUMO

A publicação da métrica financeira EBITDA não é obrigatória, porém diversas empresas, tanto de pequeno ou grande porte, publicam em seus relatórios. Os resultados do EBITDA / EBITDA ajustado são de grande importância para acionistas, investidores e analistas que utilizam os valores para projetar possíveis aquisições, fusões ou venda das empresas. E para evidenciar uma real geração de caixa, as empresas ajustam essa métrica para retirar efeitos não recorrentes ou pontuais denominando de EBITDA ajustado. O presente artigo demonstra as variações entre a métrica financeira EBITDA e o EBITDA ajustado de seis empresas de consumo cíclico listado na bolsa de valores (B3). Contendo análises quantitativas sobre os valores dos ajustes, qualitativos em relação a natureza dos ajustes informados por cada companhia e também apresentando diversos estudos sobre os entendimentos dessa métrica financeira. Nas análises realizadas, grande parte das companhias utilizaram diferentes ajustes para melhorar ou piorar o EBITDA, não tendo uma padronização por natureza nem de valor.

Palavras-chave: EBITDA, EBITDA Ajustado, Empresas de Consumo Cíclico

ABSTRACT

The publication of the financial metric EBITDA is not mandatory, however several companies, both small and large, publish in their reports. The results of EBITDA / adjusted EBITDA are significant for shareholders, investors and analysts who use the values to project possible acquisitions, mergers or sales of companies. And to show a real cash flow generation, companies adjust this metric to remove non-recurring or one-off effects called adjusted EBITDA. This article shows the variations between the EBITDA and the adjusted EBITDA of six cyclical consumption companies listed on the stock exchange (B3). Containing quantitative analysis of the adjustment values, qualitative in relation to the nature of the reported adjustments by each company and also presenting several studies on the understandings of this financial metric. In the analysis, most of companies used different adjustments to improve or worsen EBITDA, without having a standardization by nature or value.

Keywords: EBITDA, Adjusted EBITDA, Cyclical Consumption Companies

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 — Fórmula EBITDA.....	11
Quadro 2 — Extração de Informações	16
Quadro 3 — Divulgação detalhado dos ajustes	17

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 — EBITDA (R\$MM)	17
Tabela 2 — EBITDA x EBITDA Ajustado	18
Tabela 3 — Valores dos ajustes realizados (R\$MM)	19
Tabela 4 — Descrição de ajustes.....	19

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
1.1	DESCRIÇÃO DO PROBLEMA E QUESTÃO DE PESQUISA	9
1.2	OBJETIVOS	9
1.3	JUSTIFICATIVA	10
2	DESENVOLVIMENTO	11
2.1	DEFINIÇÃO DE EBITDA	11
2.2	ESTUDOS ANTERIORES	13
3	METODOLOGIA DA PESQUISA	15
4	ANÁLISE DE DADOS	17
5	CONCLUSÃO	21
	REFERÊNCIAS	23

1 INTRODUÇÃO

Desde 15 de Dezembro de 1976 no Brasil, as empresas de sociedades anônimas são obrigadas a elaborar as Demonstrações Financeiras no que tange o Balanço Patrimonial, Lucros e Prejuízos acumulados, Resultado do Exercício e o Fluxo de Caixa. Caso seja companhia aberta, a empresa precisa elaborar também a Demonstração do Valor Adicionado. Essas demonstrações são formas de acionistas, executivos e investidores analisarem a performance financeira da empresa.

Em complemento as Demonstrações obrigatórias, as empresas divulgam também a métrica financeira EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation e Amortization) ou LAJIDA (Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), que é uma medida opcional embora bastante comum na prática empresarial.

De acordo com documento emitido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) Nº 527, de 04 de Outubro de 2012, artigo 1º:

A Instrução rege a divulgação voluntária pelas companhias abertas de informações denominadas LAJIDA (EBITDA) – Lucro Antes dos Juros, Impostos sobre Renda incluindo Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, Depreciação e Amortização e LAJIR (EBIT) – Lucro Antes dos Juros e Impostos sobre a Renda incluindo Contribuição Social sobre o Lucro Líquido.

A preocupação do mercado com o EBITDA começou durante as compras alavancadas de empresas na década de 1980. A métrica foi especialmente popular entre as empresas públicas em indústrias de capital intensivo, como o aço, comunicações sem fio e TV a cabo. Muitos defensores do EBITDA afirmam que ele fornece uma visão mais clara do desempenho financeiro de longo prazo, porque o EBITDA geralmente exclui eventos não recorrentes e despesas pontuais (Powers, 2017).

O EBITDA é importante e bastante utilizado para processos de aquisições e fusões, análises de companhias investidas de *private equities* e para os acionistas internos ou externos das empresas. Dessa forma, para impulsionar o crescimento da métrica, as empresas realizam ajustes para remover os efeitos não recorrentes, não operacionais e/ou pontuais e, assim, evidenciar a real geração de caixa, que é autodenominado EBITDA ajustado.

Powers (2017) comenta também que a obsessão corporativa com o EBITDA se infiltrou em entidades privadas menores que tendem a usar múltiplos para simplificar o preço em processos de fusões e aquisições.

1.1 DESCRIÇÃO DO PROBLEMA E QUESTÃO DE PESQUISA

Os ajustes de EBITDA realizados pela administração da companhia são feitos normalmente para retirar o efeito de receitas ou despesas não recorrentes, não operacionais ou pontuais. Entretanto, os ajustes podem ser utilizados de forma contestáveis com o intuito de somente ajudar a melhorar essa métrica financeira.

Segundo ofício-circular/CVM/SNC/SEP Nº 01/2005:

Vem sendo observado pelas entidades representativas do mercado de capitais, que a informação do LAJIDA (EBITDA) está 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 os outros números da Demonstração do Resultado, além de não ser comparável. Essas medições, portanto, não são diretamente extraídas da mesma estrutura da demonstração do resultado construída segundo os princípios e normas contábeis, mas incluem e excluem montantes não previstos nessas normas.

Vale ressaltar que, através de ajustes de EBITDA, acionistas e investidores podem tomar decisões equivocadas. Essa parte é fundamental para que, no final da negociação, de ambas as partes possam chegar em um acordo e realizar o *deal* com sucesso. Visto que as empresas são compradas pelo múltiplo de EBITDA.

Desta forma, o presente artigo tem o propósito de responder a seguinte pergunta: quais são as diferenças quantitativas e qualitativas demonstradas entre o EBITDA x EBITDA ajustado de seis empresas Listadas na Bolsa de Valores do Brasil de Consumo Cíclico do subsetor de Comércio?

1.2 OBJETIVOS

O objetivo deste artigo é relatar e mensurar as principais diferenças entre o EBITDA e EBITDA ajustado e verificar os ajustes realizados pela administração evidenciando os impactos positivos e negativos nos relatórios das empresas listadas

na Bolsa de Valores, demonstrando os possíveis efeitos para investidores e acionistas que querem avaliar a geração de caixa para uma possível compra, venda ou fusão de empresas.

Os objetivos específicos são:

- I. Esclarecer a definição de EBITDA;
- II. Evidenciar estudos já realizados;
- III. Ajustes Gerenciais realizadas pelas empresas e,
- IV. Semelhanças e distorções entre o EBITDA real x EBITDA ajustado.

1.3 JUSTIFICATIVA

Este artigo tem o intuito de demonstrar as principais diferenças entre o EBITDA e o EBITDA ajustado, apresentando os principais fatores de ajustes para o aumento ou diminuição desta métrica financeira, de modo a mensurar a qualidade dos ajustes, comparando causas análogas e divergentes entre companhias do mesmo setor.

Segundo Tiago Reis (2017), fundador da Suno Research, os múltiplos calculados com base no EBITDA são utilizados, por exemplo, na análise de *valuation* das companhias. Isto é, servem para avaliar se a empresa listada na bolsa está com um preço atrativo para investimento ou não.

Tendo como finalidade também, provocar o leitor um pensamento mais crítico ao analisar os resultados de EBITDA ajustados pelas companhias, pensando se realmente os ajustes são fundamentais para evidenciar uma geração de caixa maior ou menor da empresa.

2 DESENVOLVIMENTO

2.1 DEFINIÇÃO DE EBITDA

A sigla EBITDA significa *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, traduzindo para o português seria o Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações (LAJIDA).

Segundo Ludicibus (2017), "este indicador que vem sendo analisado (...) mais recentemente no Brasil, principalmente após a redução da inflação e aquecimento do mercado financeiro".

Conforme Quadro 1 abaixo, a composição simplificada, partindo da métrica contábil DRE (Demonstração do Resultado do Exercício), do EBITDA é:

Quadro 1 — Fórmula EBITDA

Cálculo do EBITDA
(+) Receita bruta
(-) Deduções e devoluções
(=) Receita líquida
(-) Custo
(=) Lucro bruto
(-) Despesas
(=) EBITDA
(+) Receitas financeiras
(-) Despesas financeiras
(-) Depreciação e amortização
(-) IRPJ e CSLL
(=) Lucro líquido

Fonte: O autor (2020)

Para Frezatti (2007, p.13),

O conceito de EBITDA é um indicador apurado a partir da demonstração de resultados da organização. A partir do momento em que os juros, as despesas financeiras, o imposto de renda e a contribuição social, a

depreciação e a amortização são expurgados, a pretensão é que se obtenha uma aproximação com o fluxo de caixa operacional.

De acordo com documento emitido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) Nº 527, de 04 de Outubro de 2012, artigo 2º, "o cálculo do LAJIDA e do LAJIR deve ter como base os números apresentados nas demonstrações contábeis de propósito geral previstas no Pronunciamento Técnico CPC 26 – Apresentação das Demonstrações Contábeis".

Tiago Reis (2017), Fundador da Suno Research, cita que uma das vantagens do EBITDA é a fácil análise comparativa entre diferentes empresas, setores ou de países distintos. Outro fator de vantagem citado pelo autor, é a capacidade de retratar a produtividade da companhia.

Apesar da métrica ser considerada como uma forma de mensurar a "Geração de Caixa", parte dos itens de resultado, são mensurados por competência, e não necessariamente por caixa (vide receitas não recebidas e despesas ainda não pagas).

Este indicador não representa o valor de caixa, porém a capacidade que a empresa tem para a formação de resultado operacional. Isso porque, a priori, o cálculo está embasado nas demonstrações de resultado que são formadas sob a ótica do Princípio Contábil da Competência. (IUDICIBUS, 2017).

Outro estudo que realiza uma crítica sobre o uso generalizado do EBITDA é de Malvessi e Calil (2014, p. 93):

O uso generalizado do EBITDA, na prática, leva as empresas que o adotam a achar que estão gerando caixa e ganhando dinheiro. Às vezes, podem até estar. Entretanto, o uso dessa ferramenta pode acabar por distribuir resultados que não representam geração de valor, mas somente lucro contábil. Isso pode enfraquecer a competitividade da empresa e destruir a riqueza dos acionistas sem que eles percebam.

Ao verificar o EBITDA, é aconselhável realizar, mensalmente, uma análise semelhante ao do Fluxo de Caixa, mas partindo desta métrica financeira e detalhando quais contas estão consumindo ou gerando mais caixa para a empresa, até chegar na posição de caixa que consta no Balanço Patrimonial, com isso a empresa terá a sensibilidade da métrica e tomar decisões mais assertivas.

2.2 ESTUDOS ANTERIORES

Em uma análise realizada pela Deloitte (2017), há uma percepção que os ajustes de EBITDA são realizados, somente, para retirar despesas ou perdas. Neste mesmo estudo há várias pesquisas e relatórios que demonstram que o lucro não-GAAP é superior ao lucro GAAP, por exemplo, é citado que a Autoridade do Mercado Financeiro da Nova Zelândia informou em 2013 que o lucro não-GAAP para uma amostra de entidades listadas na Nova Zelândia era 75% maior que o lucro GAAP.

No estudo de Vasconcelos (2017), foi concluído que, das companhias que compõe o índice IBrX 100 no dia 24/02/2017, 72% dos períodos em que as duas medidas foram divulgadas, o EBITDA Ajustado foi maior que o EBITDA.

Em uma reportagem do site Valor Econômico (2012), em um grupo de 15 companhias, o EBITDA ajustado foi 35% maior que o EBITDA apresentado pelas empresas. Desconsiderando os ajustes, a soma dos resultados ficou em R\$ 5,22 bilhões, com os ajustes realizados de R\$ 1,84 bilhão, valor fica em R\$ 7,06 bilhões.

Uma crítica realizada por Frezatti e Aguiar (2007, p.18) que afirma que "o EBITDA não é um proxy aceitável e que o valor pode ser diferente do fluxo de caixa operacional calculado de forma mais criteriosa podendo ter um EBITDA positivo, mas um fluxo de caixa operacional negativo".

Maragno, Borba e Fey (2014) realizou um estudo e demonstrou que a maioria das empresas que compõe o IBrX - Índice Brasil divulgam o EBITDA, sendo 75,00% em 2010 e 2011 e 77,38% em 2012. Uma das conclusões é de que não há uma padronização em relação ao EBITDA, algumas empresas utilizam o método da CVM e outras não. Uma crítica mencionada no artigo é referente ao critério definido e específico de divulgação para as empresas que escolheram por divulgar o EBITDA. Uma vez que não existem sanções algumas empresas continuam adicionando ou excluindo itens conforme critérios individuais.

Carvalho (2015, p.37) realizou uma pesquisa de campo com diversos profissionais:

(...) Senior Vice-President de um private equity americano global com atuação no Brasil, Head de Novos Negócios e Desenvolvimento Corporativo em uma multinacional brasileira, Sócio M&A e Advisory de uma consultoria com atuação em transações, Senior Associate de um banco de

investimentos americano com atuação global e no Brasil e Sócio da área de M&A Transaction Services de uma “Big4”. Isso permitiu mensurar algumas críticas em relação ao EBITDA:

- I. Permite criatividade e manipulação;
- II. Não é normatizado, é “non-GAAP”, e portanto também não é auditado;
- III. Analistas de mercado carecem de profundidade contábil para analisar o mesmo e,
- IV. É alvo de ajustes e pode ter usos diferentes de setor para setor;

Em um estudo realizado por Vieira e Girão (2014) notou-se diferenças significativas entre o EBITDA realizado pela norma da CVM e o EBITDA sem padronização da norma. Mesmo com a diferença o mercado não considera relevante.

Em uma crítica de um estudo de Malvessi e Calil (2014):

Pode-se afirmar, sem medo de errar, que os valores do EBITDA e seus múltiplos - utilizados para analisar a capacidade de geração de caixa como indicador de desempenho financeiro - não são necessariamente uma boa ferramenta para a gestão de um negócio. A análise dessa amostra deixa claro que o EBITDA não representa a dimensão real do fluxo de caixa gerado e muito menos a geração de valor ao acionista.

Em estudo feito por Macedo et al. (2012) apontou que podemos relacionar o EBITDA com o Fluxo de Caixa Operacional (FCO), visto que na análise realizada a correlação foi de quase 85%. E o EBITDA, para o mercado brasileiro de capitais, mostrou-se mais relevante do que o FCO no estudo.

Em um trabalho realizado por Orefice (2010):

Constatou que não existe uma padronização no cálculo do indicador EBITDA, mesmo havendo a regulamentação da CVM e que as evidências confirmam a hipótese de que, embora exista uma definição geral para o conceito EBITDA, seu cálculo é influenciado por interpretações particulares sobre as linhas de resultado que o compõem, permitindo assim que as empresas divulguem números diferentes sob a mesma denominação.

Em grande parte dos estudos analisados, os autores sabem da importância da métrica financeira EBITDA, mas reconhecem sua limitação no quesito da não padronização e ajustes em sua maioria positivas que elevam de forma significativa o EBITDA.

Vale ressaltar que, apesar das críticas o EBITDA é uma das métricas mais importantes e utilizadas em processo de aquisição / fusão de empresas.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

O artigo é uma pesquisa descritiva, conforme Gil (2008, p. 28) descreve:

As pesquisas deste tipo têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis. São inúmeros os estudos que podem ser classificados sob este título e uma de suas características mais significativas está na utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados.

Gerhardt e Silveira (2009, p. 32) descreve o método qualitativo:

Os pesquisadores que utilizam os métodos qualitativos buscam explicar o porquê das coisas, exprimindo o que convém ser feito, mas não quantificam os valores e as trocas simbólicas nem se submetem à prova de fatos, pois os dados analisados são não-métricos (suscitados e de interação) e se valem de diferentes abordagens.

Por sua vez, o método quantitativo Fonseca (2002, p. 20) disserta:

Diferentemente da pesquisa qualitativa, os resultados da pesquisa quantitativa podem ser quantificados. Como as amostras geralmente são grandes e consideradas representativas da população, os resultados são tomados como se constituíssem um retrato real de toda a população alvo da pesquisa. A pesquisa quantitativa se centra na objetividade. Influenciada pelo positivismo, considera que a realidade só pode ser compreendida com base na análise de dados brutos, recolhidos com o auxílio de instrumentos padronizados e neutros. A pesquisa quantitativa recorre à linguagem matemática para descrever as causas de um fenômeno, as relações entre variáveis, etc. A utilização conjunta da pesquisa qualitativa e quantitativa permite recolher mais informações do que se poderia conseguir isoladamente.

Portanto neste artigo, a pesquisa visa ter tanto um teor quantitativo, levantando dados para obter os valores de ajustes do EBITDA, quanto qualitativo, tendo como objetivo as descrições dos ajustes e sua natureza (Ganho ou perda do valor da métrica).

Como parte do processo de análise, serão avaliadas seis empresas do Setor Econômico de Consumo Cíclico listado na Bolsa de Valores do Brasil, sendo dois de cada segmento do subsetor de comércio entre os trimestres de 2017 até 2019:

- I. Tecidos, Vestuários e Calçados: Arezzo Co. e Lojas Renner
- II. Eletrodoméstico: Magazine Luiza e Via Varejo
- III. Produtos Diversos: B2W e Centauro

As empresas foram selecionadas por serem do mesmo setor econômico e do mesmo subsetor de Comércio. Com isso, pelo ticket médio da ação listada na Bolsa

de Valores, foram feitas as escolhas das duas empresas do Segmento de Eletrodoméstico, Produtos diversos e Tecido, Vestuário e Calçados.

Os dados coletados foram retirados dos sites de Relações com Investidores de cada empresa, examinando as informações trimestrais (ITR), demonstrações financeiras padronizadas (DFP), planilhas interativas ou pelo Comunicado de Imprensa (Release).

Quadro 2 — Extração de Informações

Empresas	ITR / DFP	Release	Planilha interativa	Resultados Trimestrais
Arezzo Co.	x			
B2W	x			
Centauro		x	x	
Lojas Renner	x			
Magazine Luiza		x		
Via Varejo				x

Fonte: O autor (2020)

Para efeito de comparabilidade, o EBITDA utilizado foi sem considerar o efeito do IFRS 16 obrigatório a partir de 1º de Janeiro de 2019. Adicionalmente, não foi recalculado o EBITDA pela Demonstração do Resultado do Exercício, somente foram analisados o que as empresas reportaram em seus relatórios.

4 ANÁLISE DE DADOS

Ao analisar o material encontrado, a divulgação do EBITDA acumulado, antes dos ajustes, de cada empresa é apresentado na tabela 1 abaixo:

Tabela 1 — EBITDA (R\$MM)

Empresas	2017	2018	2019
Arezzo&Co	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável
B2W Digital	468,5	409,7	552,8
Grupo SBF SA	164,7	260,7	557,0
Lojas Renner	1.416,3	1.738,4	1.962,6
Magazine Luiza	1.030,8	1.245,3	1.393,6
Via Varejo	1.337,0	686,0	1.150,0

Fonte: O autor (2020)

Percebe-se que dentre as empresas que divulgam o EBITDA ajustado, nem todas apresentam seus ajustes detalhados. Grande parte das empresas alocam todos os ajustes em uma linha padrão, não especificando a composição do mesmo.

Em 2017 e 2018, as empresas Magazine Luiza, Via Varejo, B2W Digital e Grupo SBF SA não colocaram um detalhamento sobre seus ajustes, apenas foram informados em grandes grupos, como despesas não recorrentes ou Outras Despesas/Receitas Operacionais. Porém, um dado interessante é que, a partir do 1º trimestre de 2019, a maior parte das empresas começaram a apresentar detalhes sobre os ajustes de EBITDA nos documentos.

Quadro 3 — Divulgação detalhado dos ajustes

Empresas	2017	2018	2019
Arezzo&Co	Não	Não	Não
B2W Digital	Parcial	Parcial	Parcial
Grupo SBF SA	Parcial	Parcial	Parcial
Lojas Renner	Sim	Sim	Sim
Magazine Luiza	Parcial	Parcial	Sim

Via Varejo	Parcial	Parcial	Parcial
------------	---------	---------	---------

Fonte: O autor (2020)

Nas empresas analisadas, em sua maioria, são realizados ajustes positivos, ou seja, ajustes que melhoram o EBITDA.

Em 2017 apenas a Magazine Luiza teve, em sua totalidade, ajuste negativo no ano, em 2018 todas as empresas obtiveram ajustes positivos e em 2019 somente o Grupo SBF SA teve, no ano, um ajuste de impacto negativo. Este fato corrobora com os levantamentos realizados pela Deloitte (2017) e por Vasconcelos (2017).

Em paralelo a reportagem feita pelo Valor econômico (2012), quando comparamos o EBITDA e o EBITDA ajustado das empresas, há um aumento significativo em todos os anos, conforme tabela 2 seguir:

Tabela 2 — EBITDA x EBITDA Ajustado

Empresas	Descrição	2017	2018	2019	Acumulado	Varição (EBITDA Ajustado/EBITDA)
Arezzo&Co.	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável
B2W Digital	EBITDA	468,5	409,7	552,8	1.431,0	
B2W Digital	EBITDA Ajustado	508,2	454,7	600,0	1.562,9	9%
Grupo SBF SA	EBITDA	164,7	260,7	557,0	982,4	
Grupo SBF SA	EBITDA Ajustado	197,6	260,7	421,9	880,2	-10%
Lojas Renner	EBITDA	1.416,3	1.738,4	1.962,6	5.117,3	
Lojas Renner	EBITDA Ajustado	1.475,8	1.773,3	2.013,3	5.262,4	3%
Magazine Luiza	EBITDA	1.030,8	1.245,3	1.393,6	3.669,7	
Magazine Luiza	EBITDA Ajustado	755,8	1.257,3	1.495,8	3.508,9	-4%

Via Varejo	EBITDA	1.337,0	686,0	1.150,0	3.173,0	
Via Varejo	EBITDA Ajustado	1.677,0	1.237,0	1.671,0	4.585,0	45%

Fonte: O autor (2020)

Em 2017 houve um aumento de 4,5% sobre o EBITDA Ajustado quando comparamos com o EBITDA, em 2018 este aumento é de 14,8% e em 2019 de 10,4%. A média dos valores ajustados foram de 39 milhões em 2017, 129 milhões em 2018 e 117 milhões em 2019, com um desvio padrão de 48,8 milhões.

Na tabela 3 abaixo são os valores dos ajustes realizados de cada empresa.

Tabela 3 — Valores dos ajustes realizados (R\$MM)

Empresas	2017	2018	2019
Arezzo&Co.	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável
B2W Digital	39,7	45,0	47,2
Grupo SBF SA	32,9	0	-135,2
Lojas Renner	59,5	34,9	50,7
Magazine Luiza	-275	12	102,2
Via Varejo	340	551	521

Fonte: O autor (2020)

Outro fator de destaque é a não padronização realizada pelas empresas. Nas análises efetuadas, a maioria das descrições dos ajustes foram utilizados somente por uma empresa e com isso confirma as críticas realizadas por Maragno, Bora e Fey (2014) e Orefice (2010). Mas há também uma tendência de que cada vez mais as empresas divulguem seus ajustes para dar mais transparência ao mercado e com isso outras empresas possam ter uma orientação do que está sendo utilizando e se faz sentido realizar o ajuste.

Tabela 4 — Descrição de ajustes

Descrição de Ajuste	Empresa	Impacto	Ajuste sobre EBITDA (R\$ MM)
Baixa de Depósitos Judiciais	Grupo SBF SA	Positivo	16

Contratos de retenção/não competição	Magazine Luiza	Negativo	- 19
Despesas não Recorrentes	Magazine Luiza, Grupo SBF SA	Negativo	- 293
Despesas pré-operacionais de lojas	Magazine Luiza	Negativo	- 11
Honorários especialistas	Magazine Luiza	Negativo	- 23
Operação Nike	Grupo SBF AS	Positivo	4
Outras (Despesas)/Receitas Operacionais	Via Varejo e B2W Digital	Positivo	1.539
Participações Estatutárias	Lojas Renner	Positivo	25
Plano de Opção de Compra de Ações	Lojas Renner	Positivo	84
Provisões	Magazine Luiza, Lojas Renner e Grupo SBF SA	Negativo	- 189
Tributários	Magazine Luiza, Grupo SBF SA	Positivo	289

Fonte: O autor (2020)

Sintetizando as informações das empresas analisadas, dos 11 ajustes realizados, 6 são positivos no valor de 1,9 MM e 5 negativos no total de 0,5MM. Vale ressaltar que a empresa em que há mais ajustes negativos é a Magazine Luiza. As outras empresas, no caso, têm em sua maioria mais ajustes positivos do que negativos.

Mesmo que exista uma instrução que disponha sobre a divulgação voluntária do EBITDA, não há nenhum regulamento que defina quais são as melhores práticas a serem seguidas ao realizar algum ajuste. Por isso, na pesquisa de campo realizado por Carvalho (2015), uma das críticas é devido a não normatização do “non-GAAP” que não é auditado.

Em contrapartida, no estudo realizado por Vieira e Girão (2014), apesar dessa crítica, o mercado não vê isso como ponto negativo. Do ponto de vista deste trabalho e dos achados desta pesquisa, tal discussão torna-se relevante por potencialmente poder afetar a tomada de decisão de qualquer usuário externo em potencial.

5 CONCLUSÃO

EBITDA é uma métrica bastante popular para os executivos, investidores internos e externos, acionistas e analistas de mercado. Apesar de não ser obrigatório, as empresas divulgam o EBITDA e o EBITDA ajustado.

O EBITDA, por muitas vezes, sofre ajustes para demonstrar uma realidade mais fidedigna da real situação da geração de caixa de acordo com as empresas, excluindo efeitos não recorrentes, pontuais ou que não fazem parte da operação da empresa, como é o caso do próprio EBITDA ajustado.

O objetivo deste artigo foi relatar e mensurar as principais diferenças entre o EBITDA e EBITDA ajustado e verificar os ajustes realizados pela administração evidenciando os impactos positivos e negativos nos relatórios das empresas listadas na Bolsa de Valores.

Nas análises realizadas, percebe-se um alinhamento com estudos anteriores realizados, ou seja, os ajustes não são padronizados e os efeitos em sua maioria são positivos. Em outras palavras, tais efeitos geralmente ajudam a melhorar a métrica EBITDA.

Apesar das empresas começarem a evidenciar melhor os ajustes feitos em 2019, uma discussão válida levantada pelos dados aqui apresentados é a possibilidade de um normativo regulamentado, por exemplo, pela CVM, a padronização de ajustes realizados no EBITDA, limitando por setores, fazendo com que fique comparável a geração de caixa das empresas. E, com isso, os analistas e investidores conseguiriam precificar e entender melhor a geração de caixa e suas sazonalidades para a performance futura das empresas.

O presente estudo teve o intuito também de auxiliar uma análise mais crítica do EBITDA divulgadas pelas empresas listadas na Bolsa de Valores, nos quais investidores ou acionistas analisam para tomada de decisões. Além de identificar a quantidade e o tipos de ajustes informados pelas empresas, podendo ser utilizadas nas questões de comparabilidade de outras empresas de segmentos e portes diferentes.

Deste modo o estudo contribui para os profissionais do mercado de trabalho e no meio acadêmico demonstrando os resultados através das análises realizadas e

instigando outros estudos com empresas de diferentes setores para relacionar as informações.

Uma sugestão para estudos futuros seria a abrangência de outros setores listados na Bolsa de Valores, bem como a análise de empresas que emitem Demonstrações Financeiras auditadas que não são listadas na Bolsa de Valores.

REFERÊNCIAS

- BRASIL. **Lei**. Brasília, DF: Senado Federal, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 20 mai. 2020.
- CARVALHO, Vinícius. **Das Razões da Utilização do EBITDA por Profissionais de Mercado: uma Contribuição Prática**. Dissertação (Ciências Contábeis) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2015. Disponível em: <http://tede.mackenzie.br/jspui/handle/tede/953>. Acesso em: 8 jun. 2020.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 527. Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR, 4 out. 2012.
- CVM. Orientação sobre a elaboração de Informações Contábeis pelas Companhias Abertas, 25 fev. 2005. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01-2005.asp>. Acesso em: 20 mai. 2020.
- DELOITTE. **Thinking allowed: Non-GAAP and Alternative performance measures**. 2017. Disponível em:. Acesso em: 20 fev. 2021.
- FONSECA, João. **Metodologia da Pesquisa Científica**. 2002. Disponível em: <http://www.ia.ufrj.br/ppgea/conteudo/conteudo-2012-1/1SF/Sandra/apostilaMetodologia.pdf>. Acesso em: 16 ago. 2020.
- FREZATTI, Fábio; AGUIAR, Andson. EBITDA: POSSÍVEIS IMPACTOS SOBRE O GERENCIAMENTO DAS EMPRESAS. **Revista Universo Contábil**, 2007. Disponível em: <https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/593/529>. Acesso em: 10 jun. 2020.
- GERHARDT, Tatiana; SILVEIRA, Denise. **Métodos de Pesquisa**. 2009. Disponível em: <http://www.ufrgs.br/cursopgdr/downloadsSerie/derad005.pdf>. Acesso em: 15 ago. 2020.
- GIL, Antonio. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. Atlas, 2008. Disponível em: <https://ayanrafael.files.wordpress.com/2011/08/gil-a-c-mc3a9todos-e-tc3a9cnicas-de-pesquisa-social.pdf>. Acesso em: 4 jul. 2020.
- IUDICIBUS, Sergio. **Análise de balanço**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2017. Disponível em: <https://georgenunes.files.wordpress.com/2018/11/ana%CC%81lise-de->

balanc%CC%A7os-s%C3%A9rgio-de-lud%C3%ADcibus.pdf. Acesso em: 24 mai. 2020.

MACEDO, Marcelo et al. ANÁLISE DA RELEVÂNCIA DO EBITDA VERSUS FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL NO MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS. **ASAA JOURNAL - Advances in Scientific and Applied Accounting**, 2012. Disponível em: <http://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/72/59>. Acesso em: 10 jun. 2020.

MALVESSI, Oscar; CALIL, José. UMA ANÁLISE CRÍTICA DA UTILIZAÇÃO DO EBITDA (EARN BEFORE INTEREST, TAX, DEPRECIATION AND AMORTIZATION) COMO FERRAMENTA DE AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO DA EMPRESA. **REFICONT**, 2014. Disponível em: <http://reficontunimep.com.br/ojs/index.php/Reficont/article/view/19/18>. Acesso em: 9 jun. 2020.

MARAGNO, Lucas; BORBA, José; FEY, Vladimir. COMO AS EMPRESAS MAIS NEGOCIADAS NO BM&FBOVESPA DIVULGAM O EBITDA?. **REVISTA DE CONTABILIDADE DO MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS DA UERJ**, v. 19, n. 1, 2014. Disponível em: <http://atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/UERJ/article/viewArticle/1827>. Acesso em: 8 jun. 2020.

OREFICE, Kátia. **Considerações sobre a padronização do indicador "EBITDA"**. São Paulo, 2010. Dissertação (Programa de Estudos Pós-Graduados em Ciências Contábeis e Atuariais) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em: <https://tede.pucsp.br/handle/handle/1780>. Acesso em: 11 jun. 2020.

POWERS, Tom. **Look Beyond EBITDA. GBQ**. 2017. Disponível em: <https://gbq.com/look-beyond-ebitda/>. Acesso em: 20 mai. 2020.

REIS, Tiago. **EBITDA: entenda o que é e como calcular esse indicador. Suno Research**. 2017. Disponível em: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/ebitda/>. Acesso em: 20 mai. 2020.

REVISTA Universo Contábil, Blumenau, v. 3, n. 3, 10 10 2017. 06-24 p. Disponível em: <https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/593/529>. Acesso em: 20 mai. 2020.

ROCHA, André. **Após abusos, cálculo do Ebitda agora é lei. Valor**. 2012. Disponível em: <https://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/2876970/apos-abusos-calculo-do-ebitda-agora-e-lei>. Acesso em: 24 mai. 2020.

TORRE, Fernando; RAGAZZI, Ana. **Ajuste bilionário. Valor Econômico**. 2011. Disponível em: <https://valor.globo.com/noticia/2011/09/14/ajuste-bilionario.ghtml>. Acesso em: 5 jun. 2020.

VASCONCELOS, Gabriela. **IFRS e a divulgação das medidas de desempenho não-GAAP “EBITDA” e “EBITDA Ajustado” no cenário corporativo brasileiro**. São Paulo, 2017. Tese (Pós Graduação) - Universidade de São Paulo. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-20022018-173154/en.php>. Acesso em: 20 fev. 2021.

VIEIRA, Carlos; GIRÃO, Luiz. RELEVÂNCIA DA INSTRUÇÃO CVM 527 PARA O MERCADO DE CAPITAIS: UM ESTUDO SOBRE A PADRONIZAÇÃO DO EBITDA PELA CVM1. **RECONT**, 2014. Disponível em: http://www.seer.ufal.br/index.php/registrocontabil/article/view/1078/pdf_26. Acesso em: 9 jun. 2020.