



UFSM

Trabalho de Graduação

**O *EBITDA* COMO BASE DE MENSURAÇÃO NA
AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**

Cleise Gindri Haigert

CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Santa Maria, RS, Brasil

2003

**O *EBITDA* COMO BASE DE MENSURAÇÃO NA
AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**

por

Cleise Gindri Haigert

Trabalho apresentado ao Curso de Ciências Contábeis do Departamento de Ciências Contábeis do Centro de Ciências Sociais e Humanas da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito da disciplina **CTB516 - Trabalho de Graduação em Ciências Contábeis.**

CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Santa Maria, RS, Brasil

2003

**Universidade Federal de Santa Maria
Centro de Ciências Sociais e Humanas
Curso de Ciências Contábeis**

A Comissão Examinadora, abaixo assinada,
aprova o Trabalho de Graduação

**O *EBITDA* COMO BASE DE MENSURAÇÃO NA
AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**

elaborada por
Cleise Gindri Haigert

como requisito da disciplina CTB516 - Trabalho de
Graduação em Ciências Contábeis

COMISSÃO EXAMINADORA:

Rodrigo Debus Soares
(Presidente/Orientador)

Prof. Joaquim L. R. Dorneles
(Membro)

Prof. Wanderlei José Ghilardi
(Membro)

Santa Maria, julho de 2003.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a meus pais pelo amor, motivação, carinho, incentivo, pelo exemplo de retidão de caráter e pela educação que me proporcionaram ao longo desses vários anos, principalmente, por acreditarem e alavancarem o meu potencial, o que possibilitou a conclusão desse trabalho.

À minha irmã pela estrutura familiar onde, utilizando-se de sua personalidade cintilante e iluminada, trouxe a serenidade de que tanto precisei.

Ao meu amor pela compreensão, pela admirável sensatez, pela segurança nos momentos mais difíceis e pelo carinho consolidado a cada dia que não pudemos estar juntos.

Ao amigo Valdeci Maciel pelo incentivo e conhecimento comigo dividido e aos ensinamentos de que sou capaz de realizar tudo aquilo que almejo, desde de que me dedique com amor.

Aos queridos amigos e familiares que me proporcionaram momentos de distração e alegria e que fizeram desse semestre de estudos intensos e dedicação exclusiva, também uma época marcante para todos nós.

AGRADECIMENTOS ESPECIAIS

Ao Professor Rodrigo Debus Soares, professor do Curso de Ciências Contábeis e meu orientador, pela aceitação do convite e pela capacidade de coordenação e eficácia profissional, no âmbito da técnica contábil e gerencial, sempre ressaltando a finalidade da busca de resultados satisfatórios no trabalho desenvolvido.

Aos demais professores do Curso de Ciências Contábeis e de Cursos afins que contribuíram para minha formação acadêmica proporcionando o saber da essência da profissão contábil e me direcionando para o exercício de minha profissão com competência, Ética e comprometimento.

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Tipos de “valor” atribuídos a uma empresa.....	15
QUADRO 2 – Demonstração do resultado do exercício.....	31
QUADRO 3 – Modelo dos Múltiplos.....	31
QUADRO 4 – Demonstração do Resultado do Exercício.....	43
QUADRO 5 – Cálculo do <i>EBITDA</i> com base na Demonstração do Resultado do Exercício.....	45
QUADRO 6 – Indicadores estáticos construídos com base no <i>EBITDA</i>	46
QUADRO 7 – Demonstração do Resultado do Exercício – 1º Trimestre/2003.....	49
QUADRO 8 – Grau de Cobertura Operacional.....	51
QUADRO 9 – Margem Operacional.....	52
QUADRO 10 – Rentabilidade do Ativo Operacional Ajustado.....	52
QUADRO 11 – Rentabilidade do Patrimônio Líquido.....	53

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – Esquema para obtenção do <i>EBITDA</i>	42
--	----

RESUMO

Trabalho de Graduação
Curso de Ciências Contábeis
Centro de Ciências Sociais e Humanas
Universidade Federal de Santa Maria

O *EBITDA* COMO BASE DE MENSURAÇÃO NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Autora: Cleise Gindri Haigert
Orientador: Rodrigo Debus Soares
Santa Maria, julho de 2003.

A finalidade deste trabalho foi divulgar alguns aspectos de um indicador contábil um tanto desconhecido na literatura brasileira, embora muito utilizado em termos de análise a avaliações de empresas. O indicador em questão é o *EBITDA* (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), denominado na língua portuguesa sob a sigla LAJIDA (Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização). A abordagem que foi utilizada para a realização desse trabalho deu-se através da união de informações dispersas sobre o assunto, fundamentada no caráter exploratório. Em termos amplos, a análise do *EBITDA* está voltada para a medida do potencial de renda, independente das fontes de financiamento, análise esta que foi demonstrada através de um esboço da forma prática do cálculo para se chegar ao indicador, assim como das várias análises que a partir dele são levantadas. A avaliação de empresas utilizando-se como base o *EBITDA* se dá devido à exclusão de valores como a depreciação, amortização, despesas financeiras, receitas financeiras e outras não operacionais, do seu cálculo, o que torna o indicador uma informação prudente para investidores com dificuldades de conhecimento da economia de outros países. Nesse contexto, o *EBITDA* é avaliado como um indicador global, pois, submetido as mais diversas legislações, permite uma padronização e, por conseqüência, uma comparabilidade não encontrada em outros indicadores. Assim o *EBITDA* vem a evidenciar a empresa e aos possíveis usuários dessas informações, a análise da capacidade de geração de riqueza em sua própria atividade, permitindo a administração uma fonte importante de análise para tomada de decisões e possibilitando uma visão projetiva do negócio.

SUMÁRIO

LISTA DE QUADROS.....	v
LISTA DE FIGURAS.....	vi
RESUMO.....	vii
1 INTRODUÇÃO	8
1.1 CENÁRIO ATUAL.....	8
1.2 TEMA.....	11
1.3 DELIMITAÇÃO DO TEMA	11
1.4 PROBLEMA.....	12
1.5 OBJETIVOS.....	13
1.6 JUSTIFICATIVA.....	14
1.7 METODOLOGIA	15
1.8 ESTRUTURA DO TRABALHO	16
2 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS.....	19
2.1 ASPECTOS RELEVANTES.....	19
2.2 VALOR E PREÇO.....	21
2.3 INDICADORES X AVALIAÇÃO	25
2.3.1 ABORDAGEM DO VALOR CONTÁBIL AJUSTADO (OU ABORDAGEM PATRIMONIALISTA).....	31
2.3.2 ABORDAGEM POR COMPARAÇÃO DIRETA (AVALIAÇÃO RELATIVA)	33
2.3.3 ABORDAGEM DA AVALIAÇÃO POR FLUXOS DE CAIXA DESCONTADOS	34
2.3.4 ABORDAGEM ATRAVÉS DE MÚLTIPLOS	36
3 EBITDA	40
3.1 <i>EBITDA</i>	40
3.1.1 VANTAGENS	44
3.1.2 DESVANTAGENS	46
4 DEMONSTRAÇÃO E ANÁLISE PRÁTICA DO <i>EBITDA</i>	49
4.1 ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DA EMPRESA AMBEV	54
CONSIDERAÇÕES FINAIS	63
BIBLIOGRAFIA.....	67

1 INTRODUÇÃO

1.1 Cenário Atual

Assim como inúmeras economias emergentes, o Brasil vem em sua última década, sofrendo uma sucessão de operações com vistas a privatizações, destacando-se os agressivos projetos de privatizações de empresas públicas desenvolvidas pelo Governo. Nesse contexto ascendeu-se a necessidade da busca do valor econômico do empreendimento, onde vários métodos e procedimentos foram adotados com o propósito da efetiva mensuração do valor real da empresa na sua avaliação.

Em adição, o cenário econômico adverso caracterizado nesse período deveu-se a vários acontecimentos, dentre eles, a desvalorização da moeda corrente nacional, o real, no final de 1998, desencadeando uma elevação assustadora na taxa de juros, o que provocou perdas financeiras vultuosas, principalmente para empresas que possuíam dívidas avaliadas em dólar. Além disso, a acentuada crise no país vizinho e parceiro de MERCOSUL¹, a Argentina, que causou uma desestabilidade e conseqüente incerteza nos investimentos

¹ Mercado Comum do Sul

brasileiros, bem como os atentados terroristas de 11 de setembro de 2001 nos E.U.A.², o que abalou profundamente o coração econômico do país com reflexo no mundo todo devido a grande influência americana no mercado econômico global. Todos esses fatores influenciaram no decréscimo dos investimentos ocorridos nesse período.

Concomitantemente, acelerou-se a abertura econômica na qual nosso país foi inserido, onde mercados do mundo inteiro buscam uma linguagem comum para que consigam formalizar negociações como fusões, incorporações, aquisições, privatizações. Nesse contexto tornou-se necessária a utilização de indicadores que possibilitassem – nas mais diferentes culturas e economias – comparações plausíveis e embasadas em dados reais.

Copeland *et alii* (1995) afirma que o objetivo de qualquer empreendimento é sempre produzir mais com menos insumos, e que, ao se alcançar efetivamente esse objetivo, cria-se valor ao negócio, demonstrando fortes indícios de vínculos entre PIB *per capita*³, produtividade e criação de valor.

No mundo competitivo atual, a busca pelo aumento da produtividade é condição de sobrevivência acima de qualquer coisa; aquelas empresas que não conseguirem se posicionar no mercado de maneira a atender seus clientes satisfatoriamente e com a máxima qualidade, estarão a mercê do descaso por parte do mercado consumidor, correndo sérios riscos de cobrir uma pequena fatia do mercado ou até mesmo riscos de manutenção neste. Assim como

² Estados Unidos da América

³ Reflete o poder de consumo de determinada população.

ressalta Vasconcelos (2002, p. 40), “as empresas tem que demonstrar capacidade de resposta às transformações do ambiente [...]” e ainda conforme Vasconcelos *apud* Porter (2002, p. 40) “a empresa passa a constituir personalidade no mercado, podendo até influenciar as forças competitivas a seu favor”.

Essa análise não fica restrita ao âmbito nacional, devido a globalização, os nichos de mercado nacionais podem ser facilmente preenchidos por investidores externos, evidenciando uma fuga de capital nacional e de recursos humanos qualificados e, intensificando a necessidade de levantamento e avaliação do valor de cada empreendimento, pois é através dele que se mede o desempenho do negócio, devido à utilização de um conjunto mais completo de informações para se chegar à mensuração desse valor.

A base para qualquer avaliação está na utilização de informações completas e reais; são essas que trarão um maior grau de confiabilidade à análise das perspectivas a longo prazo e servirão de medidas de desempenho corporativo, devido estarem correlacionadas ao valor real das empresas, considerando-se a impossibilidade do fornecimento de diagnósticos precisos devido a ligação com variáveis dependentes da situação econômica. Ressaltando-se, contudo, que ao se tratar de análise de valor não cabe o exame do contexto social a curto prazo, pois isso desconsideraria todas as perspectivas vislumbradas em relação ao negócio.

Nos Estados Unidos da América, a maior economia do mundo sofreu oscilações devido à utilização de manobras contábeis, mascarando consolidações enganosas e manipuladoras,

descredenciando empresas de auditoria e desencadeando uma crise de credibilidade nas empresas americanas. Com isso, cabe salientar que compete aos analistas examinar a contabilidade com a premissa de que as informações nela registradas são hábeis e idôneas, e que qualquer fraude de informação distorceria por completo a análise dos indicadores econômico-financeiros, e por conseqüência todo trabalho de avaliação desenvolvido.

1.2 Tema

O *EBITDA (Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)* como base de mensuração na avaliação de empresas.

1.3 Delimitação do Tema

O estudo deu-se através da apresentação de um modelo conceitual do indicador *EBITDA*, evidenciando suas características como indicador econômico financeiro e base para a avaliação de empresas.

1.4 Problema

Tendo em vista o mundo globalizado no qual as organizações estão inseridas, torna-se uma necessidade para o homem moderno adaptar-se a toda essa internacionalização de costumes, de idéias, de formas de analisar e avaliar os mais diversos dados que se encontram dispersos.

Para Martins (2001), saber o modo mais adequado de transformar dados dispersos em informações que permitam a tomada de decisões é uma forma de abordagem comportamental da Contabilidade, na qual a busca do valor econômico da empresa está intrinsecamente ligada ao conhecimento eclético dos profissionais da área contábil.

Mediante esse contexto, o resultado do exercício, lucro ou prejuízo contábil, até então exaltado por muitos estudiosos da área como sendo a peça fundamental para a construção da informação contábil – por ser, relativamente, de fácil obtenção, simples e compreensível – perde seu espaço devido à influência negativa de vários fatores, tais como cita Martins (2001, p. 239): “a necessidade de investimento é ignorada; o risco é ignorado; a variedade de formas de contabilização distorce a comparabilidade”; incluindo nesse último aspecto as diferentes formas de cálculo do estoque (PEPS⁴, UEPS⁵, Custo Médio, etc.), de depreciação (linha reta, soma de dígitos, etc.), *leasing* (compra financiada ou aluguel).

⁴ Primeiro que entra, primeiro que sai.

⁵ Último que entra, primeiro que sai

Nessa análise, e no foco do trabalho em questão, busca-se estruturar, e viabilizar praticamente, um pensamento de como o *EBITDA* – lucro operacional ajustado – servirá de base na mensuração do processo de avaliação de empresas e quais alicerces ele possibilitará para a tomada de decisões dentro da organização.

Assim surge o questionamento: qual a importância, vantagens e limitações do *EBITDA* como base de mensuração na avaliação de empresas, e como se procede ao cálculo do indicador?

1.5 Objetivos

O presente trabalho traz à discussão alguns aspectos de um indicador contábil ainda pouco trabalhado na literatura especializada nacional, o *EBITDA*, suas vantagens e desvantagens, análise e demonstração de um roteiro prático para cálculo do indicador.

Assim, os objetivos específicos destinam-se a:

1) Demonstrar através de outros *value drivers*⁶ a necessidade das empresas de criar valor ao seu empreendimento para que possam alcançar os padrões de competitividade impostos pela globalização, o que não se restringe ao valor contábil, formando um novo valor, o valor de mercado da empresa;

⁶ São quaisquer variáveis que influenciam no valor de uma empresa. Para que sejam gerenciados de forma eficaz, os *value drivers* que provocam maior impacto devem ser claramente identificados e a responsabilidade pelas metas relacionadas a eles deve ser atribuída àqueles que efetivamente os controlam. Exemplos: satisfação do cliente, custos, investimentos.

- 2) Evidenciar as vantagens e desvantagens na utilização do indicador *EBITDA* para a avaliação do empreendimento;
- 3) Analisar e demonstrar a estruturação prática do cálculo do indicador, através de um roteiro.

1.6 Justificativa

O presente trabalho está embasado no estudo do lucro operacional ajustado – *EBITDA*, ou seja, está voltado para a análise da medida do potencial de renda, independente das fontes de financiamento.

Salienta-se que cada indicador possui características específicas que o credenciam para determinados fins. O *EBITDA* não se difundiu no mercado global com o intuito de substituir outros indicadores, sua característica possui um foco informativo, relacionado com a capacidade de geração de caixa, um dado indispensável para a leitura do desempenho do negócio em cada atividade.

Pela necessidade das empresas conseguirem mensurar seu desempenho e ainda efetuar comparações sistemáticas (*benckmarking*⁷), o *EBITDA* torna-se um indicador indispensável, bem como por não ser afetado pelas diferenças de legislações fiscais ou pelos métodos empregados para o cálculo da depreciação.

⁷ Técnica de comparação entre empresas do mesmo setor, realizada através de visitas.

O *EBITDA* é utilizado para a avaliação do desempenho de diferentes ramos de negócios, inclusive de diferentes países. Este fato o tornou um indicador que atende às exigências impostas pela globalização, possibilitando uma análise mais consistente dos resultados, o que servirá de lastro para as funções de planejamento, controle e tomada de decisões.

Porém, para que o *EBITDA* seja empregado de maneira adequada, faz-se necessário um estudo do foco da informação, para que ele não seja manuseado como uma medida única para diferentes interpretações.

1.7 Metodologia

O trabalho exposto dedica-se à busca de informações sobre o tema *EBITDA*, tornando-se um trabalho de caráter exploratório.

Para Martins (1994), a abordagem adotada pelo caráter exploratório está voltada para a busca de maiores informações em relação a determinado assunto, com indicação de utilização desse caráter quando se tem pouco conhecimento do tema abordado. Em função disso, busca-se com o presente trabalho a união das informações dispersas com o intuito de divulgação aos profissionais da área em relação à abordagem desse indicador nas análises de mercado realizadas.

Este caráter da metodologia volta-se para a ampliação do grau de conhecimento sobre o tema, em um curto espaço de tempo,

objetivando explicar e divulgar a relevância do assunto em destaque e problematizar o tema para estabelecer prioridades de aprofundamento em determinados aspectos.

Para a concretização deste trabalho realizou-se pesquisas bibliográficas, o que consiste no levantamento do “estado da arte”, ou seja, do que existe de mais atualizado sobre o problema, baseadas na leitura de livros e obtenção de dados através de buscas em *sites* da internet, que possibilitou a fundamentação dos conceitos, dos métodos e das técnicas de avaliação existentes na literatura, dando embasamento teórico ao estudo, sendo que foi analisada também as vantagens e desvantagens do indicador *EBITDA* na avaliação de empresas. Da mesma forma utilizou-se a bibliografia para a estruturação de um roteiro que demonstre a forma prática de cálculo do indicador.

1.8 Estrutura do Trabalho

O presente trabalho apresenta, num primeiro momento, ou seja, na introdução, o cenário econômico atual em que o indicador *EBITDA* está inserido, sua procedência e conceituação, abordando-o como um indicador de desempenho que servirá de base para subsidiar o processo decisório, com finalidades de competitividade e de preenchimento de nichos do mercado.

No segundo capítulo desenvolve-se um pensamento em relação a avaliação de empresas, fazendo-se uma diferenciação entre valor e

preço e evidenciando-se as principais abordagens de avaliação de empreendimentos.

Já no terceiro capítulo, nomeado como *EBITDA*, aborda-se diretamente a conceituação do indicador, sua abrangência e foco informativo, bem como um apanhado de algumas limitações inerentes ao indicador e potenciais vantagens por ele apresentadas. O quarto capítulo reporta-se ao estudo do cálculo do indicador e sua estrutura prática, com a análise dos valores apresentados pela empresa AmBev – Companhia de bebidas das Américas no exercício 2003 em comparação aos do exercício 2002.

Para fundamentação do presente trabalho, utiliza-se a Análise de Balanços, pela sua característica de proporcionar informações que possam embasar as conclusões sobre a atratividade de determinados investimentos em diferentes companhias, demonstrando sua importância prática e metodológica.

Visa-se com a utilização dessa arte, relatar a partir das informações contábeis extraídas das empresas, a situação econômico-financeira atual, a evolução apresentada e as expectativas futuras, ou seja, as projeções que através da análise podem ser traçadas.

Embora os valores base para análise sejam os mesmos, cada indicador revela uma tendência e/ou valor específico útil para cada propósito. O *EBITDA* vem evidenciar a capacidade da empresa em gerar riqueza em sua própria atividade permitindo a administração que tome decisões e possa obter uma visão projetiva do negócio, pois, apesar da ocorrência de eventos desfavoráveis, muitas vezes, ocorre a

melhora da atividade operacional, vinculando-se o resultado negativo às tendências do mercado, as quais são incontroláveis.

2 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

2.1 Aspectos relevantes

No cenário econômico de grandes transformações internas no qual o Brasil vem passando nessa última década, algumas características decorrentes da globalização, e, por consequência, inserção internacional ficam visíveis e atuantes. Características como a concorrência acirrada e dominadora, se destacam nesse enfoque, assim como os elevados montantes de capital estrangeiro inseridos diariamente em nossa economia e a tendência de desaparecimento de pequenas empresas sem renome, ocorrendo através de aquisições e/ou fusões, com o objetivo de enxugar esses empreendimentos sem grande poder de competitividade, revelando, sobretudo, as assimetrias sociais, culturais e econômicas da grande aldeia global.

Como ressalta Paiva (2001), o grande volume de negociações vinculadas às empresas está na faixa das microempresas e empresas de pequeno-porte. Essa negociação é mais intensa nessa faixa devido aos valores serem mais acessíveis e também à necessidade de sobrevivência de pequenos empreendimentos que vêm na associação uma forma de se manterem no mercado. As empresas familiares correspondem a uma importante fonte geradora de negociações,

devido às sucessões, muitas vezes litigiosas, que desencadeiam em dissoluções e vendas. Já para as empresas bem estruturadas a visão de uma negociação vincula-se a possibilidade de crescimento estratégico.

Nesse assunto pode-se questionar: Quanto vale uma determinada empresa? É de consenso geral que a palavra avaliação trás consigo uma grande parcela de subjetividade, tornando questionável a avaliação de um único ativo ou investimento sendo que em maiores proporções se dará essa incerteza quando da avaliação de uma empresa na sua totalidade, onde deve ocorrer a escolha da melhor metodologia – abordagem – e com maior precisão, deve ser delimitado o foco da informação, ou seja, qual será a finalidade dessa informação e, em decorrência, quais os usuários da mesma.

A busca do valor econômico justo é a procura de um avaliador incumbido dessa análise, como salienta Famá e Perez (2003, p. 1) “Segundo as teorias de finanças, um analista ao avaliar uma empresa deve procurar alcançar um valor econômico justo, ou seja, um valor que represente de modo equilibrado as potencialidades e perspectivas de determinada empresa”. Por se tratar de uma avaliação cujos dados e informações são mutáveis de acordo com uma série de variáveis dependentes, principalmente, da situação econômica, torna-se inviável uma comprovação absoluta desses resultados.

A qualidade dos dados analisados é a base de um processo de avaliação de empresas, não cabendo ao analista a verificação da exatidão dos mesmos, sendo que esse profissional considerará como fidedigna todas as informações a ele passadas; devendo este despender grande parte de tempo na interpretação dessas informações, não

focalizando única e exclusivamente o resultado final, mas sim, concentrando o foco no decorrer do processo de avaliação.

2.2 Valor e Preço

Para que se estruture um pensamento em termos de avaliação, ou valoração de empresas, faz-se necessário à conceituação e diferenciação dos termos valor e preço. Paiva (2001, p. 2) afirma que:

No campo econômico, ‘valor’ pode ser entendido como a apreciação feita por um indivíduo (num dado tempo e espaço), da importância de um bem, com base na sua utilidade (objetiva ou subjetiva), levando-se em conta a limitação relativa de sua riqueza e a possibilidade de troca do bem por uma quantidade maior ou menor de outros bens. Portanto, ‘valor’ é uma relação (como exemplo, existem alguns locais do Brasil onde um alqueire de terra ‘vale’ 50 bois ou 2.000 sacas de soja). Por outro lado ‘preço’ é a expressão monetária dessa relação (no caso um alqueire ‘vale’ dois mil reais).

De acordo com o universo de informações disponíveis, com os objetivos esperados da avaliação e, com a escala de preferência dos usuários dessas informações pode-se calcular vários valores diferentes, não existindo um único valor, ou melhor, um valor *correto* para o negócio, sendo este determinado para propósitos específicos.

Cabe, nesse enfoque, diferenciar alguns conceitos de “valor”, ou melhor, tipos de valor atribuíveis às empresas, para demonstrar essa abrangência que o termo reporta.

QUADRO 1 - Tipos de “valor” atribuídos a uma empresa

Valor Contábil (ou Book Value)	É o valor do patrimônio líquido da empresa calculado a partir dos registros contábeis originais ou históricos e é um valor conhecido; porém, devido às complexidades dos métodos contábeis (depreciação dos ativos permanentes, amortização, correção monetária, mudanças na legislação, etc.), pode induzir a grandes erros de interpretação. O valor contábil, portanto, é um mero valor matemático e não representa o valor econômico da empresa.
Valor de Mercado dos Ativos	É a estimativa do preço possível da venda dos bens e direitos no mercado, no estado em que se encontram. Representa um valor de troca perfeitamente realizável em termos reais.
Valor de Bolsa	É o valor de mercado de empresas de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores. Resulta da multiplicação do preço de suas ações no mercado bursátil pela quantidade de ações que compõem seu capital social.
Valor de Substituição	É o valor total de capital que seria necessário para constituir uma empresa nova, idêntica a existente (excluem-se, entretanto, valores de ativos intangíveis como marcas estabelecidas, carteiras de clientes, etc.).
Valor Patrimonial	É o valor do Patrimônio Líquido da empresa após uma reavaliação de seus ativos e passivos, porém sem a perspectiva de alienação. Este valor se situa entre o valor de Substituição e o de Liquidação.
Valor de Liquidação	É o valor que o empreendimento teria se tivesse que ser liquidado. Como os recursos podem perder valor numa situação como esta (perdem a utilidade para o adquirente), normalmente é uma avaliação do valor mínimo da empresa.
Valor de Utilização	É o que a empresa representa para os proprietários atuais ou futuros, tanto em ativos materiais quanto em potencialidades de negócio, ramo de atuação, prazer pessoal, etc; tem um componente objetivo (que pode ser o Valor de Substituição e de Rendimentos Futuros) e um componente subjetivo (percepções e expectativas dos envolvidos).
Valor Presente dos Rendimentos Futuros	Representa o valor presente dos benefícios que podem ser gerados pelo empreendimento, destacados a uma taxa apropriada.
Valor Potencial ou Dinâmico	Leva em consideração que os resultados futuros do negócio baseiam-se nas estratégias e decisões táticas presentes, não se limitando apenas aos dados financeiros. É o valor mais relevante e baseia-se numa combinação do Valor de Mercado e do Valor de Rendimentos Futuros.

Fonte: Adaptado de PAIVA (2001, p. 2-3)

A diferenciação de valor é resumida por Famá e Santiago Filho (2001, p. 5) como “O Valor de Mercado de um ativo reflete seu poder de geração de riqueza, enquanto que o Valor Contábil reflete seu custo de aquisição diminuído das depreciações acumuladas”.

Falcini (1995, p. 15) afirma com propriedade que, “uma avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é uma fixação concreta de um preço ou valor específico para um bem, mas é uma estimativa de base, uma tentativa de estabelecer, dentro de uma faixa, *um valor referencial de tendência*, em torno do qual atuarão as forças de mercado”.

Famá e Perez (2003, p. 3) concluem “o valor é relativo e depende de vários fatores, muitos deles subjetivos, o preço é único, exato e preciso, e reflete fielmente a mensuração financeira de uma transação de compra e venda de determinada empresa”. Assim, a conclusão do processo de avaliação se dará com a definição do preço – com a conciliação das expectativas dos vendedores e dos desejos dos compradores.

Braga e Iço *apud* Oliva (2003, p. 4-5) mencionam alguns aspectos relevantes quanto ao valor da empresa no momento da avaliação, considerando que, para que se possa aferir a situação da empresa por um valor, deve-se considerar que esse valor está ligado ao volume de capital, riqueza ou patrimônio líquido possuído pela empresa, e dele depende a capacidade empresarial de produzir e gerar lucros, modificando-se a cada instante devido à ocorrência de várias causas, muitas delas independentes da vontade dos gestores, como:

- a) em decorrência da atividade e dos negócios da empresa;

- b) pela influência de fatores e circunstâncias externas que de alguma maneira afetam a empresa no todo ou em uma parte ou mais partes;
- c) quando ocorre transferência de recursos, riqueza ou capital, entre a empresa e outras entidades ou pessoas.

A primeira delas está relacionada com o resultado operacional⁸ obtido pela empresa com a realização de suas operações, no atendimento do seu objeto social; resultado esse que está intrinsecamente associado aos atos praticados pelos gestores na execução das decisões administrativas. A segunda se refere a instabilidade do mercado e as flutuações que a empresa fica submetida nas questões não-operacionais como ganhos e perdas eventuais, demonstrando a fragilidade da empresa em relação ao meio econômico que ela atua. Já a terceira traz à discussão o capital de terceiros, que representa o simples ingresso ou retirada de numerários, não interferindo nas operações sociais.

Braga e Iço (2003, p. 2) afirmam: “A existência e a atividade da empresa só tem sentido quando a utilidade dos produtos gerados é superior ou, pelo menos, igual à utilidade dos recursos consumidos. Este diferencial constitui o fundamento e a essência da vida da empresa”. Seguindo o pensamento dos autores é a utilidade dos recursos e produtos que confere valor ao empreendimento, transformando-se em receita da empresa o valor dos recursos entregues ao mercado e, custo da produção, o valor dos recursos processados para geração dos produtos. Assim, resume-se como lucro

⁸ Decorre das atividades operacionais, as quais incluem todas as transações e outros eventos que não são definidos como atividades de financiamento ou investimento. Elas geralmente incluem a produção e entrega de bens e/ou fornecimento de serviços.

da empresa o diferencial de utilidade conseguido com a realização dos negócios.

Esse diferencial é analisado nos capítulos seguintes de maneira que possa ser ajustado de modo a produzir um indicador econômico-financeiro representativo utilizado na mensuração de valor ao empreendimento.

2.3 Indicadores x Avaliação

Indicador de desempenho pode assim ser definido segundo Padoveze *apud* Braga e Iço (1997, p. 139):

São cálculos matemáticos efetuados a partir do balanço patrimonial e da demonstração de resultados, procurando números que ajudem no processo de clarificação do entendimento da situação da empresa [...] e objetiva detectar situações, verificar a tendência dos acontecimentos e dar subsídios para que a administração da companhia enfatize os esforços corretivos nas direções necessárias.

Tendo em vista a evolução da Contabilidade, pode-se afirmar que sua função não fica restrita a apuração do resultado em um determinado período - o que decorreria uma crescente insatisfação dos usuários das informações contábeis - e sim, a análise gestorial deste resultado, permitindo a administração um *feedback*⁹ proporcionado pela informação contábil para que aquela tome decisões e possa obter uma visão projetiva do negócio – no tocante a eficiência e eficácia da

⁹ Transformação de dados em informações úteis aos usuários dessas informações.

gestão econômica e financeira –, não somente no momento da criação da estratégia competitiva, mas com o intuito de almejar benefícios econômicos que a empresa possa vir a produzir.

A análise de indicadores demonstra aos empresários que as atividades operacionais podem estar apresentando alta lucratividade, e o que efetivamente está gerando resultados desfavoráveis, numa análise geral, são os fatores externos da economia que interferem nos itens não-operacionais como juros sobre empréstimos, taxas cambiais.

Já a avaliação, segundo Falcini (1995) baseia-se no questionamento do valor de algo, nas intenções e finalidades da avaliação e nos usuários dessas informações. Ressalta-se que a avaliação possui um caráter intrinsecamente subjetivo, devido à escolha – por parte do analista – do melhor método a se utilizar, onde deverão ser levadas em consideração as variáveis que podem impactar no desempenho do mercado financeiro, os aspectos políticos, econômicos e o risco dos investimentos. Contudo, a análise somente terá validade quando embasada em dados geradores de informações que expressem de forma fidedigna a realidade da empresa em questão. E será reflexo do tempo despendido pelo analista na compreensão da empresa submetida à avaliação.

Ainda para Falcini (1995), as dificuldades de avaliações de investimentos caracterizam-se por duas utilidades, uma objetiva e outra subjetiva, onde a primeira está embasada na realidade dos números e cifras enquanto a segunda decorre dos desejos e interesses pessoais, o que se torna mais difícil à tradução perfeita em números. Ressalta-se que, como em qualquer avaliação, deve-se reprimir ao

máximo a subjetividade, embora a maioria dos métodos envolva grande grau de julgamento, até mesmo na escolha do melhor método para cada situação.

Bernstein e Damodaran (2000) destacam que a avaliação de uma empresa espelha a situação econômica financeira dessa, em determinado período, ou seja, não existe avaliação eterna, sendo imprescindível uma atualização periódica dos dados e informações componentes da análise em relação às alterações do mercado ou até mesmo da estrutura organizacional da empresa para que essa continue por refletir informações corretas.

Existem inúmeros métodos de avaliação, mas para qualquer que seja a abordagem pretendida pelo analista sempre existe um propósito específico. Como expressa Paiva *apud* Damodaran (2001, p. 3), “o problema na avaliação não é que não haja modelos suficientes para avaliar um investimento, mas de que há modelos demais! [...] Não há um modelo ‘melhor’. O modelo adequado para uso em um cenário específico dependerá de uma variedade de características do ativo ou empresa sendo avaliada”.

Com relação aos métodos de avaliação, Famá e Santiago Filho (2001) destacam que eles não têm função de avaliar apenas ações negociadas em mercados de ações, mas também auxiliar nas decisões de investimento, aquisições, fusões, partilhas, negociações em blocos, comparações interorganizacionais e intracompanhia, entre outras; sendo que se deve, num primeiro momento, analisar o porte da empresa a ser avaliada e suas transações; empresas com investimentos em bolsa de valores requerem uma análise bastante diferenciada de

empresas limitadas ou com um único proprietário. O estudo do contexto macro e micro econômico e da situação financeira, tributária, fiscal, jurídica são de suma importância para que se efetue um trabalho com embasamento técnico adequado, partindo-se da situação contábil como informação útil para o início do trabalho.

Paiva (2001) infere que as metodologias e técnicas de avaliação de empresas estão voltadas, basicamente, para empresas de grande porte, empresas de capital aberto negociadas em bolsa de valores, cujo enfoque se dá de fora para dentro, numa visão especulativa do mercado e/ou potenciais compradores de ações que precisam visualizar claramente o valor dos seus ou dos futuros negócios. Mas a análise através de indicadores pode e deve ser estruturada para empresas de pequeno e médio porte, pois é com essa análise que se tornará visível à saúde financeira da empresa, com vistas à capacidade de geração de resultados, tendo como habitual o grande número de negociações de empresas desse tipo de categoria em nosso mercado.

Bernstein e Damodaram (2000), definem investimento como uma estrada acidentada que requer persistência e constância de objetivos; nesse mesmo enfoque o investimento é visto como um processo cujas decisões são valiosas e determinam o comportamento do mercado, por isso elas devem ser tomadas em menor quantidade e com um maior cuidado.

Ainda para Bernstein e Damodaram (2000), o risco é uma variável de mercado que não pode ser manipulada, e, por não se poder evitá-lo, precisa-se explorar várias ferramentas que possam ajudar a controlá-lo. A ponderação em relação aos riscos é extremamente

necessária em qualquer investimento, deve-se ater ao retorno, ou melhor, a capacidade de recompensa do risco que o investimento poderá proporcionar.

Nessa análise, os autores em questão salientam que uma das expectativas negativas a serem superadas é perder o medo e assumir o risco como intrínseco em toda e qualquer negociação. Deve-se também impedir que o desapontamento ou a vergonha pelos riscos de perda faça desistir de negócios rentáveis. Outra importante observação a destacar é que o mercado é tendencioso e supervaloriza toda e qualquer informação relativa a investimentos, o que ocasiona o direcionamento da economia. Cabe aos investidores estarem atentos às armadilhas impostas pelo mercado para que possam encontrar soluções viáveis para superá-las.

A propósito, para se compreender a real situação em que se encontra uma empresa, utiliza-se um processo denominado *duo diligence*, que segundo Paiva *apud* Martins, Menezes e Bernhoeft (2001) somente é realizado após a assinatura de um termo de confidencialidade entre as partes e quando existem chances concretas de fechamento de negócio. Esse processo consiste em levantar dados e informações que não sejam de domínio público, com profundidade e amplitude dentro da empresa-alvo.

Muitas vezes, os questionamentos levantados no que diz respeito aos Métodos de Avaliação de Empresas geram discordância em relação à metodologia a ser empregada no processo de avaliação, tornando-o delicado e complexo. Famá e Perez (2003) colocam a necessidade do analista em alcançar um valor justo, um valor que

possa representar, de modo equilibrado, as potencialidades e perspectivas de determinado empreendimento, tendo em vista que os resultados apurados muitas vezes estão embasados em premissas e hipóteses comportamentais.

Para Famá e Perez (2003) os vários métodos ou modelos de avaliação de empresas podem ser utilizados em conjunto ou em separado. O que deve ser ressaltado é que nenhum método, isoladamente, pode ser considerado correto e inquestionável, trazendo à discussão o enfoque dos propósitos específicos para a avaliação que direcionam a análise conforme a finalidade dessa. Todavia, existem métodos que se destacam pela consistência e coerência de acordo com as premissas de avaliação, revelando-se mais adequados a determinadas circunstâncias.

Como informa Braga e Marques (2000, p. 13) “diversos métodos e medidas de avaliação podem ser utilizados para a atribuição de valores aos empreendimentos, desde os mais simples que adotam relações algébricas entre elementos contábeis reais ou estimados até os mais complexos que empregam fluxos estimados de caixa descontados”.

Conforme mencionado, os inúmeros métodos de avaliação oscilam de acordo com o propósito da avaliação, com as características da empresa a ser avaliada e, acima de tudo, com a confiabilidade das informações disponíveis para realização do processo.

Na prática, conforme Famá e Perez *apud* Martinez (2003, p. 4), “usualmente, o avaliador utiliza-se de vários métodos e pondera seu

resultado para o caso concreto, chegando a um valor que represente a melhor estimativa possível do valor econômico da empresa”.

A seguir serão especificados aspectos que envolvem a elaboração e interpretação de algumas das medidas atualmente empregadas em processos de avaliação. Serão analisados alguns modelos de avaliação, cujos três primeiros são destacados por Paiva *apud* Cornell (2001) e o último é destacado por Famá e Perez (2003), todos visando representar a melhor estimativa possível do valor econômico da empresa:

2.3.1 Abordagem do Valor Contábil Ajustado (ou Abordagem Patrimonialista)

Como citado anteriormente, o Valor Contábil de uma empresa é aquele baseado em dados registrados pela Contabilidade, que por consequência, aparecem expressos no Balanço, demonstrando os ativos e passivos componentes do patrimônio pelos seus custos históricos, desconsiderando eventuais alterações decorrentes do cenário econômico – como inflação – e, por desuso – como a obsolescência. Além disso, nesse método não se levam em reflexão os valores referentes aos ativos intangíveis, como marcas, capital intelectual, *goodwill*¹⁰, que acabam por não compor os valores

¹⁰ Representa a diferença entre o valor contábil do ativo de uma empresa adquirida e o preço pago na aquisição.

expressos em Balanço. Assim, para que os dados se aproximem mais da realidade torna-se necessário uma reestimativa de valores.

Observa-se que, embora imprópria para uma análise mais profunda, principalmente uma análise entre empresas de diferentes países devido às diferenças nas normas contábeis, a situação contábil de uma empresa é válida como ponto de partida para a análise econômico-financeira dentro do processo de avaliação. Com isso, segundo Martins (2001, p. 169) “O modelo de avaliação patrimonial contábil, pode ser utilizado por empresas cujos ativos mensurados pelos princípios contábeis não divergem muito de seus valores de mercado e que não possuem um *goodwill* significativo”.

Famá e Santiago Filho *apud* Damodaran (2001, p. 5) enumeram algumas vantagens da abordagem patrimonialista:

[...] 1) o valor contábil fornece uma medida estável de valor que pode ser comparada com o preço de mercado; 2) para as pessoas que desconfiam das projeções de fluxos futuros, é criada uma referência mais simples de comparação; 3) há a possibilidade de comparação entre empresas similares, mesmo não sendo de uma mesma indústria, para a indicação de uma super ou subvalorização; 4) mesmo em empresas que possuem prejuízos, este múltiplo pode ser utilizado.

Em contrapartida, Braga e Marques (2000, p. 18) enumeram algumas situações em que o valor patrimonial é superado pelo valor de mercado: “expectativas de bom desempenho futuro da empresa e/ou de seu setor; ativos subavaliados pela Contabilidade (imobilizado não reavaliado, *goodwill* não registrado); passivos superavaliados (excesso de provisões contingenciais)”.

2.3.2 Abordagem por Comparação Direta (Avaliação Relativa)

Essa abordagem baseia-se no princípio da teoria econômica (e no senso comum) que diz que ativos semelhantes deveriam ter preços semelhantes. Para que ocorra essa equiparação torna-se necessário para uma empresa, localizar outra empresa em condições semelhantes, ou comparáveis, que tenha sido negociada e cuja negociação tenha se efetivado de forma transparente, idônea e cujas partes, vendedor e comprador, estivessem razoavelmente bem informados.

Caracteriza-se como *comparável* àquela empresa que possui mesmo porte, número aproximado de funcionários, prestação de serviço e/ou venda de mercadorias ou produtos semelhantes e, cujos recursos necessários para operacionalização também tenham fontes semelhantes.

Nesse tipo de abordagem utilizam-se índices e indicadores para fazer as comparações entre as empresas. Alguns dos mais utilizados são: o índice preço/lucro (Índice P/L), preço/valor contábil (Índice PBV) e preço/vendas (Índice PS). Se o analista considerar necessário, deve utilizar também índices como liquidez, endividamento e lucratividade.

Um aspecto negativo na abordagem por comparação direta é que ela, na maioria das vezes, não pode ser aplicada em pequenas empresas devido à dificuldade de análise da situação patrimonial e financeira dessas, pois seus valores não são colocados à disposição do público em geral como acontece com as sociedades anônimas que são obrigadas por lei a demonstrarem a sua situação patrimonial e

financeira com profundidade e amplitude necessárias, tornando-se difícil à fonte de comparação. Situação contrária acontece com as grandes empresas cujos Balanços são publicados em jornais de grande circulação com o intuito de conhecimento geral da comunidade, servindo, assim, como uma rica fonte de informações.

Duas outras limitações são apontadas por Famá e Perez (2003, p. 7): “a) ele baseia-se no lucro contábil, com todas as suas limitações; b) ele ignora o valor do dinheiro no tempo e seus riscos”.

2.3.3 Abordagem da Avaliação por Fluxos de Caixa Descontados

Esse modelo de abordagem baseia-se na teoria de que o valor de um negócio depende dos benefícios futuros que ele irá produzir (denominados em termos de fluxos de caixa ou lucros), descontados a um valor presente utilizando-se uma taxa de desconto apropriada que reflita os riscos inerentes aos fluxos estimados, bem como o custo de oportunidade dos capitais.

É necessário nesse momento a equiparação das taxas de desconto aos fluxos de caixa da empresa, ou melhor, ao custo de capital¹¹ dessa. Os fluxos de caixa antes da tributação devem ser descontados a taxas antes do pagamento de impostos, o mesmo acontecendo com os fluxos e taxas após a tributação.

¹¹ Corresponde a razão das despesas financeiras e dos financiamentos.

Como todo empreendimento estima vida longa, a deve-se adicionar um valor final que reflita os fluxos de caixa futuros esperados, gerados pelo ativo. Comumente utiliza-se o método da perpetuidade para cálculo do valor residual. Copeland *et alii* (1995) considera valor de perpetuidade o valor depois do período explícito de projeção que pode ser calculado através da razão entre o *NOPLAT*¹² e o *WACC*¹³, ou seja, utiliza-se de uma fórmula simples para prever detalhada e indefinidamente os fluxos de caixa da empresa.

Observa-se que a grande dificuldade desse método está em prever com exatidão e antecedência o comportamento futuro das variáveis chaves entendidas, segundo Famá e Perez (2003) como: o fluxo de caixa operacional, o horizonte de projeção desse fluxo, o valor residual da empresa ou valor da perpetuidade e a taxa de desconto desses fluxos de caixa.

Contudo, para Paiva *apud* Pratt, Reilly e Schweihs (2001) esse método é considerado especulativo, pois se embasa em projeções e não em dados históricos. Outro aspecto negativo visualizado pelos potenciais compradores é que, ao se estimar um valor futuro, considera-se como componente ao valor atual da empresa um montante que só será gerado pelos esforços dos proprietários futuros.

¹² *Net Operating Profits Less Adjusted Taxes*: lucro operacional líquido menos impostos ajustados. Reflete o resultado operacional.

¹³ *Weighted Average Cost of Capital*: custo médio ponderado do capital.

2.3.4 Abordagem Através de Múltiplos

Outra técnica abordada na avaliação de empresas e que vem ganhando importância devido à necessidade de avaliação das empresas da chamada “Nova Economia” é a técnica através de múltiplos de mercado. Para Famá e Santiago Filho (2001, p. 2), “Devido a aparente simplicidade de cálculo, a avaliação através de múltiplos é um dos métodos mais difundidos de avaliação de empresas”. A análise através de múltiplos possibilita a comparabilidade de empresas de diferentes países, ou melhor, empresas sem *comparáveis* nacionais utilizando-se de múltiplos de empresas estrangeiras como forma de avaliar as oportunidades de investimento.

Uma desvantagem que pode ser aqui destacada em relação à avaliação através de múltiplos está na manipulação do mercado. Como expressa Famá e Santiago Filho (2001, p. 3-4):

O mercado pode superavaliar um setor inteiro, fazendo com que a avaliação através de uma determinada empresa também esteja errada. Um exemplo desta situação ocorreu com as empresas da chamada ‘Nova Economia’, representadas pelo índice NASDAQ¹⁴, que sofreu uma enorme desvalorização devido a um processo de sobrevalorização. No dia 10 de março de 2000, o índice de Preço/Lucro era de 183,8x e agora, no dia 03 de agosto de 2000, este índice é de 133,7x.

De acordo com Famá e Perez (2003), existem diversos múltiplos que podem ser adotados. Nesse trabalho, dar-se-á enfoque para os

¹⁴ Pregão Automático da Associação Nacional dos Corretores (National Association Securities Dealers Automated Quotation)

Múltiplos de Fluxo de Caixa Operacional, calculados com base no *EBITDA*, ou seja, os ganhos operacionais antes dos juros, impostos, amortização e depreciação. Assim, o valor da empresa é determinado pela multiplicação do *EBITDA* por uma variável apurada em transações semelhantes no mesmo setor de atuação da empresa avaliada. O *EBITDA*, no entendimento de Braga e Iço (2003) é considerado o melhor indicador de geração de caixa operacional, pois desconsidera despesas operacionais que não afetam o caixa, como a depreciação e a amortização, torna sem efeito os impactos da forma de financiamento da empresa devido a exclusão das despesas financeiras e também devido a exclusão dos efeitos da tributação nos resultados auferidos.

Martins (2001, p. 272) explica o significado contábil do conceito *EBITDA*:

O que se quer, com o *EBITDA*, é o valor de caixa, ou melhor, do potencial de geração de caixa (portanto valores antes de se considerarem as depreciações) produzido pelos ativos genuinamente operacionais (excluindo-se então as receitas financeiras que, neste caso, não são objetivo da empresa), sem os efeitos decorrentes da forma de financiamento da empresa (portanto, excluindo-se também as despesas financeiras) e antes dos efeitos dos tributos sobre o resultado (Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o lucro no caso brasileiro).

E apresenta-nos em sua obra um exemplo simplificado que ilustra a aplicabilidade desse modelo, como demonstrado a seguir:

QUADRO 2 – Demonstração do resultado do exercício

Demonstração do resultado do exercício (em \$)	
Itens do resultado	Valores
Vendas	1.200
Custo das vendas	(400)
Despesas Operacionais (que afetam o caixa)	(200)
Lucro antes dos Juros, tributos sobre o lucro, depreciação, amortização e exaustão (<i>EBITDA</i>)	600
Depreciação, amortização e exaustão	(300)
Resultado financeiro	(100)
Lucro antes dos tributos sobre o lucro	200
IR + Contribuição Social	(70)
Lucro líquido	130

Fonte: MARTINS (2001, p. 273)

Em seqüência ao exemplo, Martins (2001, p. 273) considera um múltiplo de 3 (a exemplo do modelo de múltiplo, cada seguimento econômico tende a ter seu próprio multiplicador em função da estrutura da formação de seu resultado e da taxa de retorno requerida). Considera ainda que a empresa possui \$ 50 em aplicações financeiras e \$ 600 em dívidas. Assim, o valor da empresa seria:

QUADRO 3 – Modelo dos Múltiplos

Itens	Valor
<i>EBITDA</i>	\$ 600
Multiplicador	3
Subtotal	\$ 1.800
Aplicações Financeiras	\$ 50
Dívidas	(\$ 600)
Valor da empresa	\$ 1.250

Fonte: MARTINS (2001, p. 273)

Conclui Martins (2001) que a escolha do multiplicador é uma tarefa muito importante, devendo ser dedicado o máximo de cuidado a ela, e, interpreta que o uso de indicadores reflete, indiretamente, a idéia de períodos para o retorno do investimento (*payback*).

Em suma, os métodos apresentados não devem ser analisados como substitutos uns dos outros, mas como complementares entre si como frisa Famá e Perez (2003), pois cada um deles está voltado a atender determinados objetivos e análises, como confirma Famá e Perez *apud* Martins (2003, p. 5) “todos os métodos buscam evidenciar o mesmo objetivo (o patrimônio), através das mesmas mutações (os resultados), sendo a integração dos métodos absolutamente viável na teoria e na prática”.

Portanto, conforme Famá e Perez (2003), diferentes analistas, avaliadores ou até mesmo interessados em negociações, dependendo da metodologia utilizada, podem obter diferentes valores de avaliação para um mesmo empreendimento, devido aos objetivos, as perspectivas e as premissas que trazem consigo grande grau de subjetividade.

3 EBITDA

3.1 EBITDA

Vivemos em um momento onde contadores, administradores e, sobretudo, investidores questionam se a avaliação apenas do resultado operacional da companhia é suficiente para determinar a qualidade do negócio. Em meio a uma estratégia de internacionalização, onde investidores nacionais negociam com qualquer país do mundo, a análise comparativa de resultados fica completamente distorcida, tendo em vista os diferentes aspectos contábeis inerentes a legislação de cada país e, ressaltando-se como principal diferença - e por consequência, distorção de resultados - as formas de contabilização da depreciação e das despesas e receitas financeiras. Possibilitando, assim, a visualização aproximada da dificuldade da avaliação contábil do valor de uma empresa em outro país.

Nesse contexto destaca-se um indicador que, como ressalta Vasconcelos (2003, p. 5), “é um indicador que atende as exigências atuais da globalização, uma vez que não é afetado pelas diferenças de legislações fiscais ou pelo emprego de diferentes métodos de depreciação, o que facilita a feitura de comparações, inclusive entre empresas sediadas em países diferentes”.

O indicador acima descrito denomina-se *EBITDA* termo importado dos balanços norte-americanos e que pode ser traduzido por LAJIDA (Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), o que se revela, conforme Braga e Iço (2003), como um indicador capaz de demonstrar o verdadeiro desempenho da atividade precipuamente operacional¹⁵.

Vasconcelos (2002, p. 39) conceitua o indicador como: “O *EBITDA*, misto de indicador econômico financeiro e base para avaliação de empresas, se tem mostrado bastante eficaz nas análises empresariais, o que ressalta sua importância”.

Braga e Iço (2003) acrescentam que se dá a exaustão o mesmo tratamento da depreciação, mas como em inglês o seu significado é representado pela palavra *depletion* (ou também *exhaustion*), mantendo a mesma inicial que *depreciation*, já consta da sigla *EBITDA*.

Adicionalmente, Braga e Marques (2000, p. 20) esclarecem:

O lucro (ou prejuízo) operacional líquido, conforme expresso na Lei 6.404 (REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL, 1976), abrange os resultados de natureza financeira, bem como outros reconhecidos no exercício, independente de seu efeito sobre o caixa (princípio da competência). Seu montante pode ser ajustado de modo a produzir uma medida aproximada do potencial de caixa do negócio, como o lucro antes dos resultados financeiros, impostos incidentes sobre a renda e aqueles oriundos de distribuições de custos de ativos, em especial os de longo prazo.

¹⁵ São desconsiderados do cálculo os juros sobre o capital próprio quando levados a resultado. Essa modalidade de resultado não tem origem nos ativos operacionais da empresa.

Cabe acrescentar que “potencial de caixa” não é a mesma coisa que “caixa efetivo”, pois, à luz da teoria contábil, as receitas e despesas são reconhecidas de acordo com o Princípio da Competência. Sendo que as receitas não são recebidas à vista em sua totalidade, bem como as despesas também podem ficar pendentes de pagamento por algum tempo, no ‘contas a pagar’, o que vem a ser reforçado por Braga e Marques (2000) *apud* Martins (1997) quando enfatizam que o *EBITDA* não corresponde ao efetivo fluxo de caixa físico já ocorrido no período porque parte das vendas pode não estar recebida e parte das despesas pode não estar paga.

O termo LAJIDA deriva-se de LAJIR¹⁶ ou *EBIT*¹⁷, considerado o lucro operacional ajustado, o lucro que deixa de computar as receitas e despesas financeiras, dividendos, equivalência patrimonial e os resultados não-operacionais.

Conforme conceitua Braga e Marques (2000, p. 16):

“O LAJIR (ou *EBIT*, lucro antes de resultados financeiros, impostos sobre a renda e outros resultados não rotineiros) corresponde a uma medida de lucro mais associada ao resultado de natureza operacional auferido pela sociedade, daí a não incluir receitas e despesas financeiras, provisões para IR e CSLL, e os resultados não operacionais. Quando relacionado ao número de ações em circulação, expressa a fatia do lucro genuinamente operacional atribuível a cada ação da instituição”.

Embasado no *EBIT*, aparece o *EBITDA*, o qual elimina os efeitos das provisões para depreciação de ativos tangíveis, amortização de intangíveis e exaustão de recursos naturais, correspondendo ao caixa

¹⁶ Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação, Amortização e Exaustão. Tradução para a sigla *EBITDA*.

gerado pelos ativos genuinamente operacionais, antes de considerar inclusive o custo de qualquer capital tomado emprestado.

Nesse contexto, torna-se forçoso lembrar o significado da expressão “operacional”. Segundo Vasconcelos (2003, p. 2) “[...] o termo operacional está associado ao fator regularidade das operações numa empresa. Assim, segundo os adeptos desse conceito toda e qualquer operação que seja regular e previsível é considerada operacional”. Complementa a autora “a expressão ‘operacional’ está vinculada ao ciclo da atividade ou melhor dizendo, à exploração do objeto da empresa. Dessa forma, operacional é todo o fato ligado ao ciclo, independente se previsível ou controlável”.

Para Braga e Iço (2003, p. 13) “o *EBITDA* é um indicador importante em qualquer lugar e época, pois evidencia a capacidade da empresa ganhar dinheiro na atividade”.

Nota-se que a eficácia demonstrada na análise do *EBITDA* é válida quando analisada com um objeto de referência. Assim, o objeto de referência deste indicador é o desempenho de caixa da empresa. É um indicador que tem como informação base o lucro, considerando-se aqui o lucro derivado das atividades operacionais da empresa, o lucro operacional ajustado.

Gradilone (2002, p. 93-94) explica: “O *EBITDA* não é afetado por variáveis específicas de cada país, como taxas de juro, regras de depreciação e, principalmente, as complexas diferenças entre as leis tributárias”. Gradilone (2002) utiliza-se de um exemplo da empresa TIM Maxitel – empresa de telefonia celular da banda B de Minas

¹⁷ *Earning Before Interested and Taxes*

Gerais – que utiliza o *EBITDA* para estabelecer as metas de resultado, sendo que este gira em torno de 35% do faturamento da empresa em questão, interpretando-se como segue: “cada real de serviços de telefonia cobrados gera 35 centavos em caixa”.

Cabe complementar que os resultados alheios às operações podem ser oriundos de diversas fontes. Conforme Copeland *et alii* (1995), os resultados vinculados a investimentos em outras companhias (dividendos, juros sobre o capital próprio, mútuos, amortização de ágio e deságio na aquisição), além dos ganhos e perdas de capital, devem ser excluídos dessa análise.

3.1.1 Vantagens

Em meio a uma economia globalizada, os números passam a mostrar informações com amplas interpretações. Isso decorre do fato que cada país possui uma legislação específica a seguir, com princípios e fundamentos contábeis que embasam as operações e que não podem ser analisados uniformemente sem que haja normas padrões.

Assaf Neto (2001) coloca-nos que as empresas vêm redescobrendo indicadores tradicionais do campo das finanças, porém formulados de maneira bastante moderna e sofisticada, e, desta forma, disseminando seu uso de forma globalizada.

Gradilone (2002) diz que o indicador *EBITDA* por não ser afetado por variáveis específicas e leis tributárias de cada país é o

indicador ideal para comparar empresas frente à concorrência e para globalizar as operações, sendo que o analista não deve se privar de analisar a empresa de forma dinâmica comparando seus indicadores, estáticos ou absolutos, com medidas de empresas congêneres (*benchmark* financeiro).

Para Vasconcelos (2002, p. 41), “o *EBITDA* consiste num poderoso indicador de desempenho financeiro, posto que reflete o potencial de geração de recursos decorrentes eminentemente das operações da empresa”. Destaca também que este serve de base para a avaliação de empresas uma vez que evidencia a viabilidade dos negócios (termômetro de eficiência e produtividade). Contudo, como destaca Vasconcelos (2003) o valor informativo do indicador é acrescido quando a técnica é utilizada em combinação com outras.

Uma vantagem bastante relevante na análise desse indicador está relacionada com as variações cambiais. Pelo fato de o indicador desconsiderar todos os resultados financeiros – por não se vincularem com o objetivo principal do negócio – o *EBITDA* não é afetado por aumento nas taxas de juros ou por desvalorização da moeda, podendo assim ser analisado de maneira mais consistente para a construção da interpretação sobre o desempenho econômico das empresas.

Com isso, inúmeras empresas dos mais variados ramos de negócios, criam metas a serem alcançadas com base no *EBITDA* e o utilizam como base de cálculo para pagamento de bônus ou Programas de Participação nos Resultados (PPR) aos seus funcionários.

Ao analisar o indicador, Braga e Iço (2003), concluem que uma organização pode ser considerada um sistema aberto que influencia e é

influenciada pelo meio que está inserida. Confirmam os autores que o *EBITDA* é mais um estrangeirismo, assim como os inúmeros que se instalaram em nossa cultura, inserido em nosso meio através dos grandes investidores internacionais, possibilitando uma análise específica do desempenho das organizações e tornando-se um indicador presente nos mais completos relatórios de avaliação de empresas.

3.1.2 Desvantagens

Muitas vezes as medidas de desempenho têm sido obtidas sem a devida consideração a suas limitações e metodologias inerentes. Como expressa Braga e Marques (2000, p. 13), “Medidas como o lucro por ação, fluxo de caixa por ação e valor de mercado sobre valor patrimonial, entre outras, acabaram sendo implementadas por investidores como meros receituários algébricos”, ressaltando que embora algumas medidas possuam os mesmos propósitos de avaliação, não necessariamente revelam as mesmas tendências e valores.

Como grande parte dos indicadores econômicos, o *EBITDA* possui limitações e, por esse motivo, não deve ser utilizado como única opção de análise do desempenho e precificação de empresas, principalmente quando o foco for o mercado acionário.

O *EBITDA* não leva em consideração o endividamento e, por consequência, as despesas financeiras deste decorrente, o que deve

chamar a atenção dos investidores quando da utilização e análise deste indicador em uma negociação. Corroborante, o uso do *EBITDA* torna-se mais corrente em países cujas taxas de juros forem baixas, pois nesses é possível desprezar a importância das despesas financeiras.

Segundo Klemm e Gewehr (2003, p. 1), em uma análise sobre o artigo “*Accounting – A different yardstick for cable*”¹⁸, *Revista Business Week Setembro 2002*: “As companhias da nova economia têm tentado convencer os investidores de que devem ser avaliadas somente pelo *EBITDA*, o que tem transformado as companhias sobrecarregadas em endividamento em ‘máquinas de fazer dinheiro’ para alguns leigos e desinformados”.

Os autores salientam duas formas tendenciosas utilizadas pelos agentes do mercado e empresas para informar os resultados ao investidor com base no *EBITDA*:

- 1º) como é natural que as empresas possuam dívidas para alavancar suas operações, estas possuem em grande maioria despesas financeiras superiores as suas receitas financeiras. Despesas com IR e Contribuições também são naturais para empresas com lucros operacionais. Ou seja, é evidente que na grande maioria dos casos, o *EBITDA* seja superior ao Lucro Líquido da empresa e em muitos casos as empresas apresentam *EBITDA* positivo e prejuízo líquido.[...]
- 2º) O investidor não pode confundir *EBITDA* com Geração de Caixa. Mesmo que muitas variáveis da Geração Operacional de Caixa sejam comuns ao do *EBITDA*, despesas com investimentos e variação da necessidade de capital de giro, por exemplo, são importantíssimas para o detalhamento da geração de caixa e não estão incluídas no cálculo do *EBITDA*.

Devido à forma de cálculo do indicador, onde se deduz dos resultados operacionais apenas as despesas gerais, administrativas, de

¹⁸ Contabilidade – Um padrão diferente de medida para análise.

vendas, despesas relacionadas com as operações da empresa, ficando fora de análise todos os valores decorrentes de dívidas que a empresa – com o objetivo de alavancar suas operações – possa vir a contrair, torna-se evidente que o indicador *EBITDA* se apresentará em melhores condições que o Lucro Líquido da empresa. Assim, o *EBITDA* caracterizará o desempenho da empresa quanto à avaliação da capacidade de geração de recursos próprios, não cabendo a análise de rentabilidade nesse enfoque.

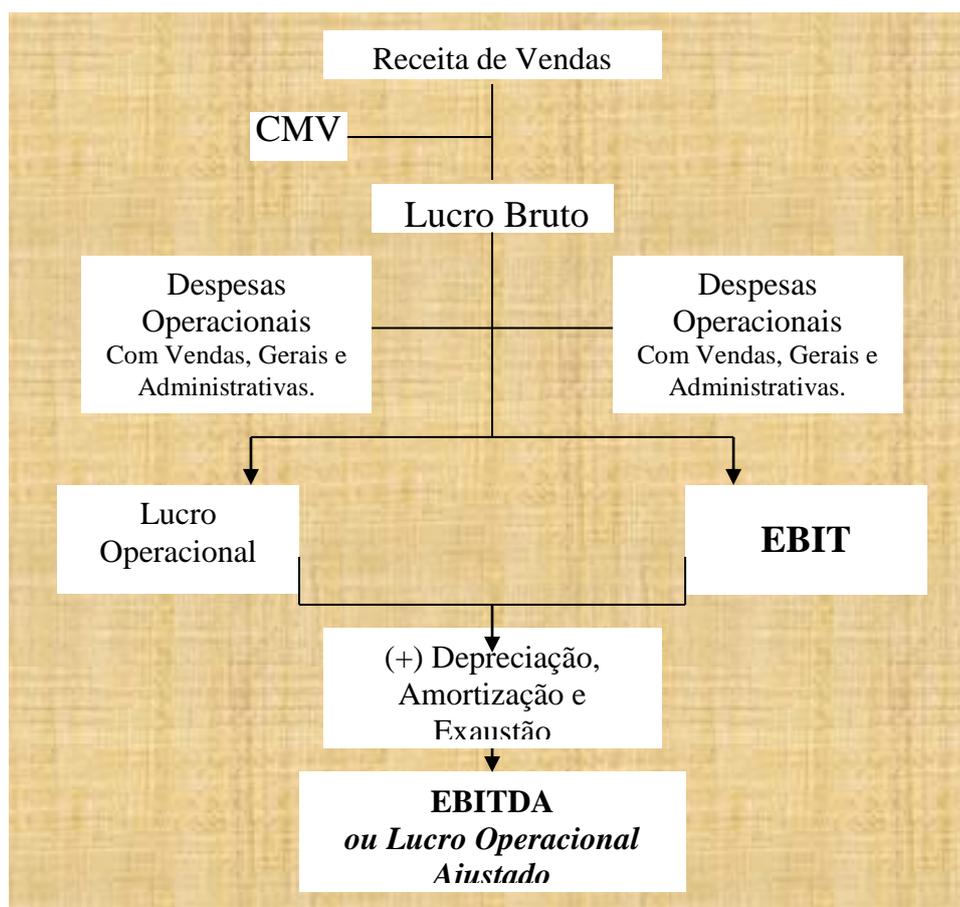
Em acréscimo, o indicador em análise é uma medida afetada pela escolha do método de avaliação de estoques uma vez que a contrapartida da baixa do estoque é o custo e este é fator integrante de seu valor, podendo ser sub ou superavaliado se o custo não proceder com a realidade.

Klemt e Gewehr (2003) consideram que o recente escândalo da WorldCom, no final de 2002, onde foram classificados erroneamente (ou melhor, tendenciosamente) US\$ 7 bilhões de despesas operacionais como se fossem investimentos de capital, inflando o *EBITDA*, trouxe à discussão a confiabilidade no indicador, que acabou por ficar desprestigiado devido à falta de ética profissional, o que levou os investidores a procurarem outros indicadores mais confiáveis, especialmente nos setores da nova economia.

4 DEMONSTRAÇÃO E ANÁLISE PRÁTICA DO *EBITDA*

Em decorrência de sua característica de retratar o “operacional da empresa”, o *EBITDA* é utilizado como um aferidor de desempenho de recursos próprios, relacionados com a atividade fim do empreendimento. Para tanto, verifica-se a seguir a forma simplificada de obtenção desse indicador.

FIGURA 1. Esquema para obtenção do *EBITDA*



Fonte: Adaptado de Vasconcelos (2002, p. 42)

Para Vasconcelos (2003, p. 3), o *EBITDA* consiste na “aferição do potencial de renda, independente das origens de financiamento”. A autora explica que o *EBITDA* concentra toda a informação no operacional e na capacidade da empresa em gerar caixa, tornando-se esta a principal razão para a exclusão das despesas financeiras, devido a não apresentação de vínculo com a atividade, embora sendo, na maioria das vezes, imprescindíveis para o fomento dessas.

Braga e Iço (2003) utilizam-se de uma visão pragmática do conceito de *EBITDA* para demonstrar praticamente como o indicador é calculado e quais as interpretações que ele pode proporcionar.

QUADRO 4 – Demonstração do Resultado do Exercício

Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)		
Vendas		1.800.000
CMV (Custo das Mercadorias Vendidas)		<u>(1.080.000)</u>
Lucro Bruto		720.000
Despesas Operacionais (com Vendas e Administrativas)		(396.000)
Depreciação		(130.000)
Despesas Financeiras	79.200	
Receitas Financeiras	<u>(3.600)</u>	<u>(75.600)</u>
Lucro Operacional antes dos “Impostos” (IRPJ + CSLL)		118.400
Imposto de Renda e Contribuição Social		<u>(37.900)</u>
Lucro Líquido do Exercício (LLE)		80.500

Fonte: Braga e Iço (2003, p. 7)

Ainda conforme os autores citados procede-se em seguida ao entendimento do cálculo do indicador *EBITDA* com base na Demonstração do Resultado de uma empresa fictícia.

As receitas e despesas financeiras são representadas pelo “I” da sigla, (*interested*) e são provenientes das sobras de caixa aplicadas no mercado financeiro ou do custo relativo a tomada de dinheiro emprestado, sendo que ambas não constituem atividade inerente ao negócio da empresa, e, por esse motivo, não devem interferir no lucro ajustado, sendo necessária a sua exclusão do resultado. Outra importante análise do indicador é feita por Vasconcelos (2002, p. 41) “Ao desconsiderar em seu cômputo os resultados financeiros, eliminamos para fins de análise toda e qualquer dificuldade gerada em função de uma eventual desvalorização de moeda”.

Sobre as receitas e despesas financeiras, quando a análise for de uma Instituição Financeira, essas observações são desconsideradas e estrutura-se o cálculo do indicador como despesas/receitas operacionais e despesas/receitas não-operacionais entre outros refinamentos adicionais sobre o lucro operacional, não contemplados pelo presente trabalho.

Os impostos sobre o lucro representam a letra “T” da sigla, (*taxes*) e, de acordo com a Legislação Nacional, a palavra mais adequada seria tributo, por englobar impostos (IR) e contribuições (CSLL). Esses tributos são calculados tendo como base valores operacionais e valores que não decorrem única e exclusivamente da atividade fim da empresa, como as receitas/despesas financeiras e também, pelo fato desses tributos representarem despesas não

controláveis pela empresa e sim subordinadas a aspectos fiscais. Com isso devem ser excluídos da análise do indicador.

As duas últimas letras da sigla “D” e “A” são representativas de amortização, depreciação e exaustão (*depreciation, amortization and depletion*). O motivo pelo qual são excluídas da composição do indicador é que não representam um efetivo desembolso, ou seja, o que se deseja mensurar é a capacidade de geração de caixa.

Com base nas explicações e nos valores expostos na Demonstração do Resultado do Exercício acima citada, podemos visualizar o valor do *EBITDA*:

QUADRO 5 – Cálculo do *EBITDA* com base na Demonstração do Resultado do Exercício

Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)		
Vendas		1.800.000
CMV (Custo das Mercadorias Vendidas)		<u>(1.080.000)</u>
Lucro Bruto		720.000
Despesas Operacionais (com Vendas e Administrativas)		<u>(396.000)</u>
<i>EBITDA</i>		324.000
Depreciação		(130.000)
Despesas Financeiras	79.200	
Receitas Financeiras	<u>(3.600)</u>	<u>(75.600)</u>
Lucro Operacional antes dos “Impostos” (IRPJ + CSLL)		118.400
Imposto de Renda e Contribuição Social		<u>(37.900)</u>
Lucro Líquido do Exercício (LLE)		80.500

Fonte: Braga e Iço (2003, p. 8-9)

Na visualização da demonstração do cálculo do *EBITDA* pode-se aferir que o Lucro Líquido do Exercício e o *EBITDA* são indicadores distintos e que devem ser analisados criteriosamente para que não haja má interpretação. Cabe, nessa análise ao *EBITDA* chamar a atenção do usuário que, apesar da possível ocorrência de eventos desfavoráveis que desencadearam a apuração de um Lucro Líquido de apenas 80.500, a atividade operacional da empresa em questão está apresentando rendimentos favoráveis de 324.000.

Com o intuito de enriquecer o trabalho de avaliação, o analista utiliza-se de alguns indicadores calculados a partir do dado *EBITDA*:

QUADRO 6 – Indicadores estáticos construídos com base no *EBITDA*

INDICADOR	INTERPRETAÇÃO
Grau de Cobertura Operacional = $\frac{EBITDA}{\text{Despesas financeiras}}$	Informa quanto a empresa pode gerar em sua atividade (potencial de caixa) para fazer face às despesas financeiras do período.
Margem Operacional = $\frac{EBITDA}{\text{Vendas}}$	Mede o volume de recursos líquidos gerados na atividade da empresa comparativamente ao volume bruto de vendas. De forma indireta afere o impacto das despesas operacionais sobre o desempenho operacional do negócio.
Rentabilidade do Ativo Operacional ajustado = $\frac{EBITDA}{\text{Ativo Operacional}}$	Afere o potencial de ingresso para cada unidade monetária de investimento operacional (empregado para obter a referida renda). Importante indicador de desempenho uma vez que permite monitorar elementos de gestão estratégicos: comportamento das vendas – custos e alocação de ativos operacionais.
Rentabilidade do Patrimônio Líquido ajustado = $\frac{EBITDA}{\text{Patrimônio Líquido Médio}}$	Informa quanto a empresa obteve em sua atividade (êxito econômico) comparativamente ao volume de recursos próprios investidos. Na verdade, obtém-se com este indicador a taxa efetiva de rendimento do capital próprio.

Fonte: Adaptado de Vasconcelos (2002, p. 45)

Nessa fase do trabalho faz-se uma demonstração da estruturação prática do cálculo do indicador *EBITDA*, com base nas informações reunidas, expostas anteriormente, e tomando como fonte de consulta de dados, as demonstrações contábeis da empresa AmBev – Companhia de Bebidas das Américas.

4.1 Análise das Demonstrações Contábeis da Empresa AmBev

- Breve Histórico

A AmBev é a maior empresa de bebidas da América Latina e a sétima maior empresa de bebidas do mundo. Essa posição de liderança faz com que o produto brasileiro possa competir com gigantes do setor, gerando divisas para o país e reconhecimento de excelência da produção nacional.

Ao longo dos últimos anos a AmBev vem crescendo em outros mercados sul-americanos, a saber: Argentina, Venezuela, Uruguai e Paraguai. Em janeiro deste ano as operações realizadas com os países do Cone Sul foram transferidas para a Quinsa – empresa a qual a Ambev passou a deter 40,5% da participação.

Em 2003, está se expandindo para a América Central e para o Peru. A AmBev é uma empresa de capital aberto com ações ordinárias e preferenciais listadas nas Bolsas de Valores de São Paulo (BOVESPA) e de Nova Iorque (*NYSE*).

Dentre as metas expostas pela empresa, ressalta-se a seguinte: “-figurar entre as companhias de bebidas mais rentáveis do mundo em termos de margem *EBITDA*”. Assim, analisa-se o desempenho operacional de caixa da empresa AmBev demonstrando o cálculo do indicador *EBITDA*, bem como suas variações.

- Apresentação das demonstrações

A seguir será apresentada a Demonstração do Resultado do Exercício da empresa AmBev referente ao 1º trimestre de 2003, bem como o *EBIT* (conceituado anteriormente) e o *EBITDA*, foco deste trabalho.

QUADRO 7 – Demonstração do Resultado do Exercício – 1º Trimestre/2003

Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)	
Receita Líquida	1.985.193
CMV (Custo das Mercadorias Vendidas)	<u>(982.946)</u>
Lucro Bruto	1.002.247
Despesas com Vendas	(166.811)
Despesas com Distrib. Direta	(142.989)
Despesas Gerais e Administrativas	(98.997)
Depreciações e Amortizações	<u>(94.708)</u>
<i>EBIT</i>	498.742
<i>% sobre a Receita Líquida</i>	25,12%
Provisões Líquidas	(26.005)
Outras Receitas (Despesas) Operacionais	(55.273)
Equivalência Patrimonial	(1.824)
Receitas Financeiras	431.165
Despesas Financeiras	<u>(49.985)</u>
Receitas (Despesas) Não Operacionais	381.180
Lucro Operacional antes dos “Impostos” (IRPJ + CSLL)	(16.420)
Imposto de Renda e Contribuição Social	780.400
Participação de Empregados e Participadores	(252.376)
Participações Minoritárias	(11.031)
Lucro Líquido do Exercício (LLE)	(8.028)
<i>% sobre a Receita Líquida</i>	508.965
	25,64%
(+) Depreciações e Amortizações	178.378
<i>EBITDA</i>	677.220
<i>% sobre a Receita Líquida</i>	34,11%

- Os dados acima expostos foram adaptados das demonstrações originais e se referem a AmBev Consolidado, ou seja, AmBev Brasil mais Operações Internacionais.
- Observação: Salienta-se que os valores adicionados de depreciação e amortização excedem o valor exposto como despesa, pois nas adições consideram-se também as depreciações e amortizações que compõem o custo, conforme demonstrado nos demonstrativos publicados pela empresa.

- Considerações sobre a demonstração:

Felipe Dutra, diretor financeiro e de relações com investidores da AmBev explica: “Apesar da depreciação do real no primeiro trimestre e do seu forte impacto no custo das nossas matérias-primas importadas, bem como de pressões inflacionárias sobre nossos custos, mantivemos o crescimento do *EBITDA* em dois dígitos.”

A empresa em análise, como inúmeras empresas brasileiras, sofreu perdas vultuosas com a alta do *coupon* cambial¹⁹ em 2002, mas a melhoria do cenário econômico permitiu uma leve recuperação.

Nesta análise, em específico, o lucro líquido não pôde ser levado em consideração para fins de análise comparativa, devido a aquisição, por parte da AmBev, da empresa Quinsa (Quilmes Industrial S.A.), a maior cervejaria da Argentina, da Bolívia, do Paraguai e do Uruguai, em janeiro de 2003, transferindo ao *EBITDA* a responsabilidade de geração de informações consistentes sobre a situação da empresa, assim como acontece com as maiores empresas nacionais que mantêm relações comerciais com outros países, a linguagem utilizada, nessas ocasiões, para saciar dúvidas sobre investimentos, é a do indicador *EBITDA*.

- Mensuração da Avaliação da Empresa tendo como base o *EBITDA*

Dentre as inúmeras abordagens possíveis a serem utilizadas como forma de avaliar o desempenho de uma organização para

¹⁹ *Coupon* cambial - taxa de juros doméstica descontada a variação cambial.

transforma-la em mensurável, a empresa AmBev utiliza-se da avaliação através de múltiplos, mais precisamente do indicador *EBITDA* para divulgar seus resultados. A escolha desse indicador, provavelmente, deveu-se aos investimentos fora do país mantidos pela empresa e da sua participação no mercado acionário.

O *EBITDA* torna-se, nesse contexto, um indicador indispensável para a análise, devido a sua composição não englobar divergências de legislações tributárias e fiscais e também devido a exclusão da depreciação e amortização dos bens, a qual possui normatização específica em cada país.

As informações financeiras e operacionais que serviram de base para análise nos demonstrativos da empresa AmBev foram apresentadas de forma consolidada e de acordo com a Legislação Societária, conforme emitido em nota pela empresa.

Alguns indicadores podem ser calculados com base no *EBITDA*, Os valores que compõem os cálculos são expressos em mil reais:

• **QUADRO 8 – Grau de Cobertura Operacional:**

Fórmula= $\frac{EBITDA}{Despesas\ Financeiras}$	
Referente 1º Trimestre/2002	Referente 1º Trimestre/2003
$\frac{513.859}{237.471} = 2,16$	$\frac{677.118}{49.985} = 13,55$

Fonte: Dados retirados das demonstrações AmBev disponíveis ao público em geral

Este índice possibilita a visualização de quanto a empresa gerou na sua própria atividade, ou seja, em relação ao mesmo período de

2002, em 2003 a empresa apresentou um aumento considerável de potencial de caixa.

• **QUADRO 9 – Margem Operacional:**

Fórmula= $\frac{EBITDA}{\text{Vendas Brutas}}$	
Referente 1º Trimestre/2002	Referente 1º Trimestre/2003
$\frac{513.859}{1.661.506} = 30,93\%$	$\frac{677.118}{1.985.193} = 34,11\%$

Fonte:Dados retirados das demonstrações AmBev disponíveis ao público em geral

A margem operacional mede o volume dos recursos líquidos gerados na atividade da empresa em comparação ao volume bruto de vendas. Nessa análise também se evidencia um aumento de margem operacional, tornando a empresa mais atrativa.

• **QUADRO 10 – Rentabilidade do Ativo Operacional Ajustado:**

Fórmula= $\frac{EBITDA}{\text{Ativo Operacional}}$	
Referente 1º Trimestre/2002	Referente 1º Trimestre/2003
$\frac{513.859}{6.478.260} = 7,93\%$	$\frac{677.118}{7.047.194} = 9,61\%$

Fonte:Dados retirados das demonstrações AmBev disponíveis ao público em geral

Percebesse um aumento nos percentuais de rentabilidade, o que de um exercício para outro, conseqüentemente, gerou um potencial de

ingresso acrescido, para cada unidade monetária de investimento operacional.

• **QUADRO 11 – Rentabilidade do Patrimônio Líquido:**

Fórmula= $\frac{EBITDA}{\text{Patrimônio Líquido Ajustado}}$	
Referente 1º Trimestre/2002	Referente 1º Trimestre/2003
$\frac{513.859}{(3.363.437 + 3.265.610)/2} = 7,75\%$	$\frac{677.118}{(3.521.448 + 4.553.937)/2} = 16,77\%$

Fonte: Dados retirados das demonstrações AmBev disponíveis ao público em geral

Este índice tem por finalidade indicar quanto a empresa gerou em sua atividade em comparação ao volume de recursos próprios investidos, obtendo-se a taxa efetiva de rendimento do capital próprio. Na situação exposta observa-se, assim como em todos os índices analisados, uma situação positiva e melhor em relação ao exercício anterior.

A Companhia de Bebidas das Américas considera o risco como intrínseco na atividade, mantendo uma relação transparente com seus investidores, onde salienta que os mesmos são alertados para não depositar confiança indevida em quaisquer considerações futuras, ressaltando fatores como condições econômicas gerais, condições do setor e fatores operacionais e até mesmo climáticos como independentes da ação administrativa, e, portanto, expostos a incertezas e riscos.

Não obstante, demonstra, atualmente, uma capacidade de retorno de investimentos atrativa para sua carteira de clientes, onde apresentou no último balanço trimestral (31/03/2003) um lucro por lote de mil

ações de R\$ 13,4 milhões. A análise do indicador *EBITDA*, em valores é outro fator relevante para investidores atuais e futuros investidores, onde a empresa apresentou no primeiro trimestre de 2002 R\$ 537,2 milhões e no primeiro trimestre desse ano um aumento de 26,1% o que totalizou R\$ 677,1 milhões.

Esses números tomam dimensões majoradas devido à participação da empresa no mercado acionário, mantendo negociações nas Bolsas de Valores de São Paulo (BOVESPA) e de Nova York (*NYSE*). A Venezuela é um exemplo das influências do mercado no resultado da empresa, onde o volume de vendas desse país decresceu 37,7% em relação ao mesmo período do ano passado, tendo por consequência, um resultado impactado negativamente por um ambiente econômico contaminado por greves gerais ocorridas entre dezembro de 2002 e fevereiro de 2003. Ainda assim, a empresa sediada no país conseguiu manter um *EBITDA* positivo devido à tomada de medidas rígidas na área de custos.

A empresa demonstrou, nesse primeiro trimestre de 2003, capacidade de amortização de dívidas, totalizando em R\$ 94.595 mil o valor amortizado, reiterando o compromisso dos administradores em notas aos acionistas, os quais assumem uma responsabilidade de melhorar o perfil de crédito “grau de investimento” da AmBev através da manutenção e futuras expansões de suas amortizações.

Outra forma de análise do indicador é através de percentuais, denominada Margem do *EBITDA*. Essa margem é obtida através da razão do *EBITDA* pela Receita Operacional Líquida, multiplicada por 100 para se chegar a valores expressos em percentuais. Assim, as

margens (margem bruta, margem líquida e margem de LAJIDA/*EBITDA*) de uma empresa também são importantes para se efetuar uma comparação com empresas do mesmo segmento de atuação e constatar qual é a mais eficiente e que agrega maior valor. Na análise da empresa AmBev observa-se a utilização da Margem em uma das metas expostas pela empresa, já citada anteriormente.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho desenvolvido teve por objetivo a divulgação de um indicador econômico-financeiro conhecido mundialmente nos principais centros comerciais, o *EBITDA*, onde é utilizado como parâmetro na análise de empresas, embora o *EBITDA* não seja uma conta de Demonstrativos Financeiros reconhecida pelos padrões contábeis no Brasil ou pelo *US GAAP*²⁰. Foi também objeto de pesquisa no desenvolvimento do trabalho, o estudo do foco informativo, ou seja, da forma adequada de interpretação do indicador, ressaltando o impedimento de comparabilidade deste com outros indicadores, visto que cada um requer uma interpretação diferenciada.

Para que o indicador não tomasse proporções exageradas na área de investimentos, levou-se a discussão suas principais limitações e, em contrapartida, seus principais pontos fortes, buscando-se, com isso, uma aderência entre teoria e prática mencionando-se constantemente que a valorização da análise através do indicador devia-se a grande inserção internacional, ou seja, ao processo de globalização inerente as atividades comerciais nacionais.

O *EBITDA* sofreu e sofre até hoje constantes erros conceituais, simplificações as quais são conseqüências da falta de informação e

²⁰ *General Accepted Accounting Principles*

conhecimento aprofundado da sua composição e das possibilidades de análise que ele permite, considerando sempre que todo e qualquer indicador apresenta limitações e, portanto, deve ser explorado nas suas potencialidades. Contudo, deve-se abominar os super dimensionamentos às funções informativas do indicador para não reduzir sua eficácia e introduzir risco à interpretação.

Avaliar empresas é uma arte que se utiliza de premissas, muitas vezes, subjetivas conforme os interesses dos usuários das informações. Assim como em qualquer avaliação onde são usados indicadores econômico-financeiros, deve-se levar em consideração para fins de análise global da situação da empresa uma conclusão embasada nos índices como um todo, não delegando a totalidade da responsabilidade apenas a um indicador, pois suas limitações podem vir a descredenciar qualquer avaliação, concluindo-se, portanto, que seu valor informativo é expandido quando analisado combinado a outros indicadores.

Um fato que credencia o *EBITDA* como elemento base para avaliação de empresas, mais precisamente no enfoque de viabilidade econômica é que ele serve de parâmetro para leitura do potencial de geração de caixa assim como do desempenho operacional do negócio, tornando-se de suma importância seu real dimensionamento para que possa embasar as decisões e não apenas servir de indicador ilusório e cartão de visitas para potenciais investidores.

Em acréscimo a análise do *EBITDA*, o conhecimento do analista sobre o indicador é imprescindível, pois somente através de uma análise do resultado deste e da situação da empresa em termos de investimentos e de endividamento é que se pode tomar decisões

corretas e embasadas, sempre tendo em mente que empresas congêneres são grandes fornecedoras de informações.

Outro importante enfoque que o presente trabalho buscou ressaltar foi a importância de Demonstração do Resultado do Exercício na tomada de decisões, não se detendo apenas na análise da última linha – resultado – mas direcionando o estudo ao fluxo positivo na utilização do *EBITDA*, o qual possibilita a visualização do êxito da empresa no seu próprio segmento, transformando-se num dado para a leitura do desempenho do negócio. Assim, a Contabilidade, ainda que histórica, é tida como instrumento essencial para a análise de investimentos e gerenciamento do patrimônio, sendo exaustiva sua utilização na fixação de referências de valor no campo de avaliação de empresas.

Assim, conclui-se o trabalho sobre o emprego do lucro operacional corrente ajustado (*EBITDA*) no processo decisório, visualizando-o como um dado para a leitura do desempenho do negócio em sua atividade.

Pode-se concluir também que objetivo de qualquer avaliação é trazer ao conhecimento geral, valores referenciais apurados pelas mais diversas metodologias, que possam servir de base e referência num processo de negociação, destacando-se que não existem valores únicos e absolutos, mas sim valores focalizados para determinados interesses e usuários, vinculando a qualidade desse processo às fontes de dados que embasarão a decisão dos analistas.

Em suma, a disseminação na utilização do *EBITDA* decorre de uma necessidade de enquadramento global, onde empresas

relacionadas ou que pretendem manter relações externas, utilizam-se desse mecanismo para apresentar informações que possam ser entendidas e até mesmo comparadas mundialmente, sendo esse o objetivo do indicador, o qual demonstra vantagens aplicativas que o qualificam, sobremaneira, para ser um excelente *benchmark* econômico-financeiro.

Diante de o assunto referir-se diretamente à possibilidade ou não de alavancagem de empreendimentos – via investimentos – por tratar de uma análise de resultados, deve-se atentar ao fato de que o mercado é tendencioso, podendo até mesmo ser manipulador. A grande preocupação com esse assunto é o respeito à Ética Profissional para que não corramos o risco de envolvimento em escândalos mundiais relacionados a este tipo de análise, sendo que este fato não provém da fragilidade dos indicadores envolvidos, mas sim, da capacidade de manipulação de profissionais que acabam por colocar em alerta um mercado inteiro pelo simples fato de não possuírem Ética e comprometimento com a profissão.

Salienta-se assim, pelo enfoque do trabalho direcionar-se para o estudo de um indicador tão pouco divulgado no meio acadêmico, em virtude da dificuldade de captação de materiais relacionados com o assunto, a necessidade de expansão e continuidade de pesquisa sobre o tema, sobretudo, em Trabalhos de Graduação, tendo em vista a exigência de atualização e inserção das mais variadas empresas nessa linguagem difundida mundialmente.

BIBLIOGRAFIA

ABRANTES, Raquel. **Balanço não é bicho-de-sete-cabeças.** Disponível em: <http://www.jornaldocomercio.com.br/edições/02-1215_16/mercados/merc2.htm>. Acesso em: 06 de março de 2003.

ALMEIDA, Ricardo José de. **Influência dos direcionadores de valor sobre o índice de avaliação relativa de empresas VE/LAJIDA: Um estudo sobre as ações das empresas no setor de telecomunicações.** Anais do IV SemeAD, São Paulo: 1999.

AmBev divulga o resultado do 1º Trimestre de 2002. Disponível em: <http://www.corporate-ir.net/ireye/ir_site.zhtml?ticker=25240-&script=2100.htm>. Acesso em: 14 de junho de 2003.

AmBev divulga o resultado do 1º Trimestre de 2003. Disponível em: <http://www.corporate-ir.net/ireye/ir_site.zhtml?ticker=25240-&script=2100.htm>. Acesso em: 20 de junho de 2003.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços.** São Paulo: Atlas, 2001.

BERNSTEIN, Peter L.; DAMODARAN, Aswath. **Administração de Investimentos.** Porto Alegre: Bookman, 2000.

BRAGA, Roberto; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. **Caderno de Pesquisas em Administração.** São Paulo:v.07, nº 4, p. 13-26, outubro/dezembro 2000

BRAGA, Rosalva Pinto; IÇO, José Antônio. **EBITDA: Lucro Ajustado para fins de Avaliação de Desempenho Operacional.**

Disponível em: <[http\\www.unilestemg.br/contábeis/EBITDA.pdf](http://www.unilestemg.br/contábeis/EBITDA.pdf)>. Acesso em: 06 de março de 2003.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim e MURRIN, Jack. **Valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. São Paulo: MAKRON Books, 1995.

FALCINI, Primo. **Avaliação Econômica de Empresas**. São Paulo: Atlas, 2.ed., 1995.

FAMÁ, Rubens; PEREZ, Marcelo Monteiro. **Métodos de Avaliação de Empresas e Avaliação Judicial de Sociedades: uma Análise Crítica**. Disponível em: <[http\\www.eac.fea.usp.br/seminário/seminario2/trabalhos/e22.pdf](http://www.eac.fea.usp.br/seminário/seminario2/trabalhos/e22.pdf)>. Acesso em: 01 de maio de 2003.

FAMÁ, Rubens; SANTIAGO FILHO, Jair Luiz. **Avaliação de empresas através de múltiplos: uma comparação entre as empresas do Brasil e dos EUA**. Anais do V SemeAD. São Paulo, 2001.

GRADILONE, Cláudio. Para que serve o EBITDA? **Revista Exame**. Local: São Paulo, agosto 2002, nº 16, p 92-94.

GEWEHR, Daniel; KLEMT, Christian. **EBITDA: uma medida confiável?** Disponível em: <[http\\www.solidus.com.br/impressão-semanal.asp?semsemcodigo=30](http://www.solidus.com.br/impressão-semanal.asp?semsemcodigo=30)>. Acesso em: 20 de fevereiro de 2003.

MARTINS, Elizeu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001, 411 p.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para Elaboração de Monografias e Dissertações**. São Paulo: Atlas, 2.ed., 26 - 31 p., 1994.

MIGLIACCI, Paulo. **O mundo pós-WorldCom**. Disponível em:<[http\\www.puc-campinas.edu.br](http://www.puc-campinas.edu.br)>. Acesso em: 06 de março de 2003.

PADOVEZE, Clóvis Luis. **Um enfoque em sistema de informação contábil**. São Paulo: Atlas, 1997. 414p.

PAIVA, Wagner Peixoto de. **Método de Avaliação de Pequenas e Médias Empresas**. Anais do V SemeAD. São Paulo, 2001.

SANTI FILHO, Armando de. **Demonstrativo de fluxo de caixa – proposta para uma abordagem analítica**. Disponível em: <http://www.cashflow.pro.br/estudos_artigos/forma_apresenta/textos.shtml> Acesso em: 21 de maio de 2003.

VASCONCELOS, Yumara Lúcia. **EBITDA – Retrato do desempenho operacional**. Disponível em: <[http://Yumara.wd-com.com.com.com.br/artigos/EBITDA2.pdf](http://Yumara.wd-com.com.com.br/artigos/EBITDA2.pdf)>. Acesso em: 07 de março de 2003.

_____. **EBITDA como instrumento de avaliação de empresas**. Revista Brasileira de Contabilidade – RS. Porto Alegre: n° 136, p 38-47, julho/agosto 2002.