



Análise do EBITDA ajustado das empresas de Consumo Cíclico

RESUMO

A publicação da métrica financeira EBITDA (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*) ou LAJIDA (Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) não é obrigatória, porém, diversas empresas, tanto de pequeno ou grande porte, publicam em seus relatórios. Os resultados do EBITDA e do EBITDA ajustado são de grande importância para acionistas, investidores e analistas que utilizam os valores para projetar possíveis aquisições, fusões ou venda das empresas, bem como para evidenciar uma real geração de caixa. Assim, as empresas ajustam essa métrica para retirar efeitos não recorrentes ou pontuais denominando de EBITDA ajustado. O objetivo deste trabalho foi verificar as principais diferenças entre o EBITDA e EBITDA ajustado, bem como analisar os ajustes realizados pela administração, evidenciando os impactos nos relatórios das empresas listadas na Bolsa de Valores no setor de consumo cíclico (subsetor de comércio). Como metodologia, o presente artigo apresenta uma pesquisa descritiva e quali-quantitativa, que analisa as variações entre a métrica financeira EBITDA e EBITDA ajustado. Como resultados, 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.

Palavras-Chave: EBITDA, EBITDA Ajustado, Empresas de Consumo Cíclico.

Linha Temática: Contabilidade Financeira.



1. INTRODUÇÃO

Desde 15 de Dezembro de 1976 no Brasil, as empresas de sociedades anônimas são obrigadas a elaborar as demonstrações financeiras como balanço patrimonial, lucros e prejuízos acumulados, resultado do exercício e fluxo de caixa. Caso seja companhia aberta, a empresa precisa elaborar também a Demonstração do Valor Adicionado. Tais demonstrações são formas de acionistas, executivos e investidores analisarem a performance financeira da empresa.

Em complemento às Demonstrações obrigatórias, as empresas divulgam também, entre outros indicadores, 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 mesmo sendo 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 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 autodenominada 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.

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 formas 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, por meio de ajustes de EBITDA, acionistas e investidores podem tomar decisões equivocadas. Essa parte é fundamental para que, ao final da negociação, ambas as partes possam chegar a um acordo e realizar o *deal* com sucesso, visto que as empresas são compradas pelo múltiplo de EBITDA.

Neste contexto, o presente artigo tem o propósito de responder à seguinte pergunta: quais são as diferenças quantitativas e qualitativas demonstradas entre o EBITDA e o EBITDA ajustado das empresas listadas na Bolsa de Valores do Brasil no setor de consumo cíclico (subsetor de comércio)?

O objetivo deste artigo é verificar as principais diferenças entre o EBITDA e EBITDA ajustado, bem como analisar os ajustes realizados pela administração, evidenciando os impactos nos relatórios das empresas listadas na Bolsa de Valores nas empresas de consumo cíclico (subsetor de comércio). Tal objetivo pode auxiliar, por exemplo, a demonstrar 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 envolvem esclarecer a definição de EBITDA, verificar os estudos anteriores já realizados, verificar os ajustes gerenciais realizados pelas empresas e possíveis semelhanças e distorções entre o EBITDA real e o EBITDA ajustado.

Segundo 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. Assim, o estudo também provoca o leitor no sentido de 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. REFERENCIAL TEÓRICO

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

O conceito de EBITDA é um indicador apurado por meio 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 expurgadas, a pretensão é que se obtenha uma aproximação com o fluxo de caixa operacional (Frezatti, 2007, p. 13).

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".

Reis (2017) cita que uma das vantagens do EBITDA é a fácil análise comparativa entre diferentes empresas, setores ou, até mesmo, 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). Logo, o indicador pode não representar 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 (Iudícibus, 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.

Em uma análise realizada pela Deloitte (2017), há uma percepção de que os ajustes de EBITDA são realizados, somente, para retirar despesas ou perdas. O mesmo estudo demonstra 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 compunham o índice IBrX 100 no dia 24/02/2017, em 72% dos períodos em que as duas medidas foram divulgadas, o EBITDA Ajustado foi maior que o EBITDA.

Torre e Ragazzi (2012) demonstram que, 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, o valor ficaria em R\$ 7,06 bilhões.

Uma crítica realizada por Frezatti e Aguiar (2007, p.18) diz 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) realizaram um estudo e demonstraram 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, já que algumas empresas utilizam o método proposto pela CVM e outras não. Uma questão abordada é sobre um critério definido e específico de divulgação para as empresas que escolherem 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:

Permite criatividade e manipulação;

Não é normatizado, é “non-GAAP” e, portanto, também não é auditado;

Analistas de mercado carecem de profundidade contábil para analisar o mesmo e,

É alvo de ajustes e pode ter usos diferentes de setor para setor.

Em estudo realizado por Vieira e Girão (2014), foram percebidas diferenças significativas entre o EBITDA realizado pela norma da CVM e o EBITDA sem padronização da norma. Mesmo apresentando diferença, o mercado não considera relevante.

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. (Malvessi & Calil, 2014).

Constata-se 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". (Orefice, 2010, p. 124).

O artigo feito por Macedo et al. (2012) aponta que o EBITDA pode ser relacionado 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, se mostrou mais relevante do que o FCO.

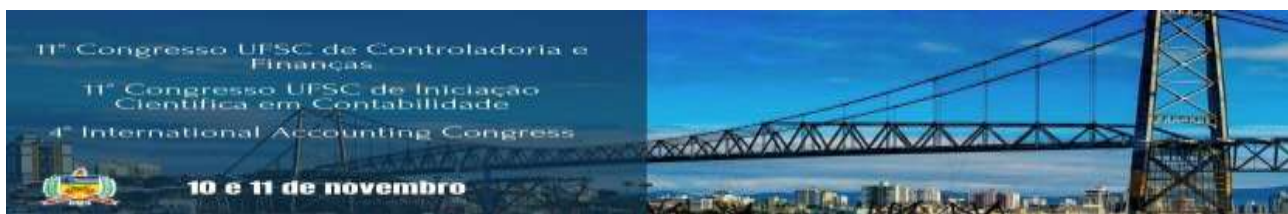
Assim, tem-se que, embora o EBITDA como indicador esteja presente com constância e seja relevante na análise das empresas, a falta de padronização e os ajustes realizados, bem como a interpretação duvidosa de alguns agentes, podem trazer riscos ao tomador de decisão.

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) descrevem 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, sobre 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.

De acordo com estas observações, a presente pesquisa possui uma abordagem mista: quantitativa, levantando dados para obter os valores de ajustes do EBITDA; e qualitativa, tendo como objetivo as descrições dos ajustes e sua natureza.

Como parte do processo de análise são avaliadas seis empresas do setor econômico de consumo cíclico (subsetor de comércio) listadas na Bolsa de Valores do Brasil, sendo dois de cada segmento. O período de análise abrange os trimestres de 2017 até 2019. As empresas analisadas são:

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

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 1: 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: Dados da pesquisa.



Para efeito de comparabilidade, o EBITDA utilizado não considerou o efeito do IFRS 16 obrigatório a partir de 1º de Janeiro de 2019. Adicionalmente, esse indicador também não foi recalculado com base na demonstração do resultado do exercício, tendo somente sido analisado o que a empresa reportou em seus relatórios.

4. ANÁLISE DE DADOS

Ao analisar o material encontrado 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.

Em 2017 e 2018, as empresas Magazine Luiza, Via Varejo e B2W Digital e Grupo SBF AS não colocaram um detalhamento sobre seus ajustes, apenas 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 2: Divulgação detalhado dos ajustes

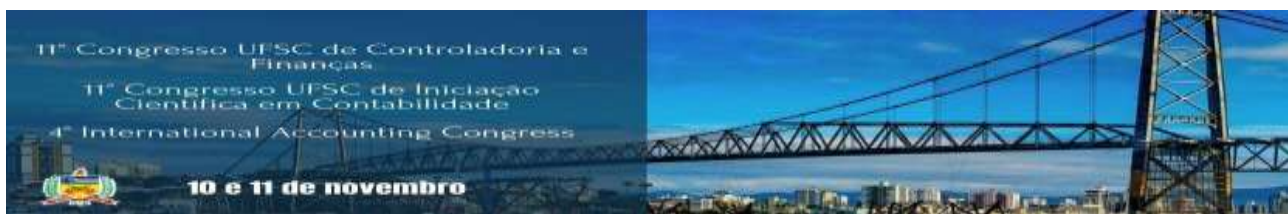
Empresas	2017	2018	2019
Arezzo&Co	Não	Não	Não
B2W Digital	Parcial	Parcial	Parcial
Grupo SBF AS	Parcial	Parcial	Parcial
Lojas Renner	Sim	Sim	Sim
Magazine Luiza	Parcial	Parcial	Sim
Via Varejo	Parcial	Parcial	Parcial

Fonte: Dados da pesquisa.

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 AS teve, no ano, um ajuste de impacto negativo. Tal fato tende a corroborar os levantamentos realizados pela Deloitte (2017) e por Vasconcelos (2017).

Em aderência também a Torre e Ragazzi (2012), quando se compara o EBITDA e o EBITDA ajustado das empresas, há um aumento significativo em todos os anos, conforme quadro a seguir.



Quadro 3: Valores dos ajustes realizados (R\$MM)

Empresas	2017	2018	2019
Arezzo&Co.	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável
B2W Digital	39,7	45,1	46,6
Grupo SBF AS	32,9	0	-135,2
Lojas Renner	55,0	34,9	50,8
Magazine Luiza	-275	12	102,2
Via Varejo	340	551	521

Fonte: Dados da pesquisa.

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

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. Tal fato reforça as argumentações de Maragno, Bora e Fey (2014) e Orefice (2010).

No entanto, na presente pesquisa, parece haver uma tendência de que cada vez mais as empresas divulguem seus ajustes, a fim de dar mais transparência ao mercado e com isso outras empresas passaram a ter uma orientação do que está sendo utilizado, bem como se faz sentido realizar o ajuste.



Quadro 4: Descrição de ajustes

Descrição de Ajuste	Empresa	Impacto	Valor sobre EBITDA (R\$' MM)
Aumento de Provisão de Estoques	Magazine Luiza	Negativo	- 236
Baixa de Depósitos Judiciais	Grupo SBF AS	Positivo	16
Contratos de retenção/não competição	Magazine Luiza	Negativo	- 19
Créditos tributários	Magazine Luiza, Grupo SBF AS	Positivo	815
Despesas da Aquisição	Magazine Luiza	Negativo	-
Despesas não Recorrentes	Magazine Luiza, Grupo SBF AS	Ambos	- 293
Despesas pré-operacionais de lojas	Magazine Luiza	Negativo	- 11
Despesas tributárias	Magazine Luiza	Negativo	- 87
Honorários especialistas	Magazine Luiza	Negativo	- 23
Operação Nike	Grupo SBF AS	Positivo	4
Outras (Despesas)/Receitas Operacionais	Via Varejo e B2W Digital	Ambos	1.543
Outros Resultados / Netshoes	Magazine Luiza	Negativo	- 4
Participações Estatutárias	Lojas Renner	Positivo	25
PIS/Cofins sobre ICMS	Grupo SBF AS	Negativo	- 303
Plano de Opção Não Caixa	Grupo SBF AS	Positivo	15
Plano de Opção de Compra de Ações	Lojas Renner	Positivo	69
Provisão para riscos tributários	Magazine Luiza, Grupo SBF AS	Negativo	- 136
Resultado da Baixa e Provisão para Perda em Ativos Fixos	Lojas Renner	Positivo	47
Reversão de Provisão Trabalhista	Grupo SBF AS	Positivo	0

Fonte: Dados da pesquisa.

Sintetizando os achados, nas empresas analisadas, dos 19 ajustes realizados, 8 são positivos no valor de 2,5 MM, 9 negativos no total de 1,1MM e 2 podendo ser ambos. 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 qualquer ajuste, fato verificado durante este estudo e de acordo com a argumentação de Carvalho (2015), sobre 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 aqui apresentados, tal discussão torna-se relevante por potencialmente poder afetar a tomada de decisão de qualquer usuário externo em potencial.



5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

EBITDA é uma métrica bastante popular para os executivos internos e externos, investidores, acionistas e analistas de mercado. Apesar de não ser obrigatório, as empresas costumam divulgar tanto o EBITDA como 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 verificar as principais diferenças entre o EBITDA e EBITDA ajustado, bem como analisar os ajustes realizados pela administração, evidenciando os impactos nos relatórios das empresas listadas na Bolsa de Valores nas empresas de consumo cíclico (subsetor de comércio).

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 pelos dados aqui levantados, uma discussão válida é a possibilidade de um normativo regulamentado, por exemplo, pela CVM, que de alguma forma aborde uma possível padronização de ajustes permitidos ou a serem realizados no EBITDA, fazendo com que fique comparável, de fato, a geração de caixa das empresas. Com isso, analistas e investidores conseguiriam precificar e entender melhor a geração de caixa e suas sazonalidades para a performance futura das companhias.

Como contribuição, entende-se que este estudo auxilia uma análise mais crítica dos EBITDA's divulgados pelas empresas listadas na Bolsa de Valores, os quais investidores e acionistas costumam analisar para tomada de decisão. Desse modo, o estudo traz a discussão tanto para os profissionais do mercado de trabalho quanto para o meio acadêmico, demonstrando os resultados por meio das análises realizadas e instigando outros estudos com empresas de diferentes setores para relacionar as informações.

Neste sentido, 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 aquelas listadas na Bolsa de Valores.

REFERÊNCIAS

Brasil. (1976). *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 e Alterações*. Brasília, DF: Senado Federal, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm .

Carvalho, V. (2015). *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> .



Comissão De Valores Mobiliários. (2005). 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>.

Comissão De Valores Mobiliários. (2012). Instrução nº 527. Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR, 4 Out.

Deloitte. (2017). *Thinking allowed: Non-GAAP and Alternative performance measures*. 2017. Disponível em: <https://www.iasplus.com/en/publications/global/thinking-allowed/2017/non-gaap-alternative-performance-measures>.

Fonseca, J. (2002). *Metodologia da Pesquisa Científica*. Fortaleza: Universidade Estadual do Ceará. Disponível em: <http://www.ia.ufrj.br/ppgea/conteudo/conteudo-2012-1/1SF/Sandra/apostilaMetodologia.pdf>.

Frezatti, F., & Aguiar, A. (2007). Ebitda: Possíveis Impactos sobre o Gerenciamento das empresas. *Revista Universo Contábil*, 3(3), 7-24. Disponível em: <https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/593/529>.

Gerhardt, T. & Silveira, D. (2009). *Métodos de pesquisa*. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Disponível em: <http://www.ufrgs.br/cursopgdr/downloadsSerie/derad005.pdf>.

Gil, A. (2008). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 6. ed. São Paulo: Atlas.

Iudicibus, S. (2017). *Análise de balanço*. 11. ed. São Paulo: Atlas.

Macedo, M. A. S., Machado, M. R., Murcia, F. D., & Machado, M. A. V. (2012). Análise da Relevância do Ebitda versus Fluxo de Caixa Operacional no Mercado Brasileiro de Capitais. *ASAA JOURNAL - Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(1), 99-130. Disponível em: <http://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/72/59>.

Malvessi, O., & Calil, J. (2014). Uma Análise Crítica da Utilização do Ebitda (*Earn Before Interest, Tax, Depreciation And Amortization*) como ferramenta de avaliação do desempenho da empresa. *REFICONT – Revista de Finanças e Contabilidade da UNIMEP*, 1(1). Disponível em: <http://reficontunimep.com.br/ojs/index.php/Reficont/article/view/19/18>.

Maragno, L., Borba, J., & Fey, V. (2014). Como as empresas mais negociadas no BM&FBOVESPA divulgam o Ebitda? *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 19(1). Disponível em: <http://atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/UERJ/article/viewArticle/1827>.



Orefice, K. (2010). *Considerações sobre a padronização do indicador "EBITDA"*. Dissertação (Programa de Estudos Pós-Graduados em Ciências Contábeis e Atuariais) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

Powers, T. (2017). *Look Beyond EBITDA*. GBQ. Disponível em: <https://gbq.com/look-beyond-ebitda/>.

Reis, T. (2017). *EBITDA: entenda o que é e como calcular esse indicador*. Suno Research. Disponível em: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/ebitda/>.

Rocha, A. (2012). *Após abusos, cálculo do Ebitda agora é lei*. Valor Econômico. Disponível em: <https://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/2876970/apos-abusos-calculo-do-ebitda-agora-e-lei>.

Torre, F., & Ragazzi, A. (2011). *Ajuste bilionário*. Valor Econômico. Disponível em: <https://valor.globo.com/noticia/2011/09/14/ajuste-bilionario.ghtml>.

Vasconcelos, G. S. (2017). *IFRS e a divulgação das medidas de desempenho não-GAAP "EBITDA" e "EBITDA Ajustado" no cenário corporativo brasileiro*. Tese (Pós Graduação) - Universidade de São Paulo. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-20022018-173154/en.php>.

Vieira, C., & Girão, L. (2014). Relevância da Instrução CVM 527 para o Mercado de Capitais: Um estudo sobre a padronização do Ebitda pela CVM. *RECONT*, 5(2). Disponível em: http://www.seer.ufal.br/index.php/registrocontabil/article/view/1078/pdf_26.