

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**VALTER LUÍS BARBIERI COLOMBO**

**DIFERENÇAS ENTRE O VALOR DO EBITDA DIVULGADO PELAS S.A. E O  
APURADO METODOLOGICAMENTE: ESTUDO DE 128 COMPANHIAS  
LISTADAS NA BM&FBOVESPA EM 6 SETORES**

**FLORIANÓPOLIS  
2012**

**VALTER LUÍS BARBIERI COLOMBO**

**DIFERENÇAS ENTRE O VALOR DO EBITDA DIVULGADO PELAS S.A. E O  
APURADO METODOLOGICAMENTE: ESTUDO DE 128 COMPANHIAS  
LISTADAS NA BM&FBOVESPA EM 6 SETORES**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Orion Augusto Platt Neto

**FLORIANÓPOLIS  
2012**

**VALTER LUÍS BARBIERI COLOMBO**

**DIFERENÇAS ENTRE O VALOR DO EBITDA DIVULGADO PELAS S.A. E O  
APURADO METODOLOGICAMENTE: ESTUDO DE 128 COMPANHIAS  
LISTADAS NA BM&FBOVESPA EM 6 SETORES**

Esta monografia foi apresentada no Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina, obtendo a nota final \_\_\_\_\_ atribuída pela banca examinadora constituída pelo professor orientador e membros abaixo mencionados.

Florianópolis, SC, 12 de dezembro de 2012.

---

Professor Roque Brinckmann, Dr.  
Coordenador de Monografias do Departamento de Ciências Contábeis

Professores que compuseram a banca examinadora:

---

Professor Orion Augusto Platt Neto, Dr.  
Orientador

---

Professor Pedro José Von Mecheln, Dr.  
Membro

---

Mestrando Sandro Vieira Soares, Bel.  
Membro

## AGRADECIMENTOS

Os anos que passamos na universidade sempre marcam nossas vidas. Colegas que entram em nossas vidas, alguns por um período de tempo, outros que ficam para sempre. Citar todos os nomes que fizeram e fazem alguma diferença na minha formação é uma responsabilidade grande, a qual nem sempre é cumprida com o devido louvor.

Em primeiro lugar, agradeço àquele que em todos os momentos esteve ao meu lado, o amigo mais fiel de todo homem: Deus! Sem a fé que aprendi a cultivar desde muito pequeno, com minha mãe, nenhum objetivo seria alcançado, ou melhor, não haveria sequer um objetivo.

À minha família, pelo apoio incondicional. Por sempre acreditar que seria possível, e pelos encontros que foram sacrificados em nome de um trabalho tão importante. Em especial minha mãe, Inês, meu pai, Del e minha irmã, Gabriela. Vocês três que me aturaram acordando sem qualquer humor, após uma noite de pouco sono. Que deixaram a janta pronta, pra acelerar o processo, e que me distraíram quando eu precisava exatamente disto. Obrigado não é o suficiente pra agradecer todos vocês!

Ao colega, melhor amigo, e também parte da família Rafael. Obrigado pelo apoio em todas as etapas deste trabalho. Pela divisão das tarefas, comparação de resultados, aconselhamentos, correções, enfim, um verdadeiro grupo de estudos. Sozinho eu jamais faria nem perto o que fizemos. O todo tornou-se maior do que a soma das partes!

Ao Roberto, pelas incontáveis saídas mais cedo do trabalho para reuniões. Seu apoio foi fundamental na realização desta pesquisa.

E, por falar nele, como agradecer ao professor Orion? Foram tantas reuniões, tantas dúvidas, tanta correria, e também tantas edições das OP's, que eu perco a conta! Obrigado pelo direcionamento, sem você este trabalho não existiria, mesmo!

Por fim, agradeço à todos os meus colegas de aula, que representam muito pra mim. Vocês foram a motivação para sair todos os dias (ou quase) em direção à UFSC. Mari, Fernanda's, Letícia, Joice's, Cris, Ju, Jamily, Camila, e muito mais gente que sabe que está no meu coração!

À todos que contribuíram para a realização deste trabalho, de qualquer forma, meu muito obrigado. Que Deus ilumine à todos vocês!

*“O homem só é feliz se puder desenvolver e utilizar todas as suas capacidades e possibilidades.”*

**Jostein Gaarder**

## RESUMO

COLOMBO, Valter Luís Barbieri. **Diferenças entre o valor do EBITDA divulgado pelas S.A. e o apurado metodologicamente:** estudo de 128 companhias listadas na BM&FBOVESPA em 6 setores. 2012. 112 f. Monografia (Curso de Graduação em Ciências Contábeis) – Departamento de Ciências Contábeis – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2012.

Uma das funções da Contabilidade é fornecer dados financeiros e econômicos para os usuários destes, sejam diretores, proprietários, analistas de mercado, entre outros. Quando o interesse dos usuários é a mensuração da rentabilidade do negócio, ou o valor desta Sociedade por Ações (S.A.), por interesse próprio ou mesmo para comparação entre companhias, são utilizados diversos indicadores. Um destes indicadores é o *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), uma opção não obrigatória, mas muito comum entre os analistas de mercado. O objetivo deste trabalho é identificar possíveis diferenças entre o valor do EBITDA divulgado pelas S.A., em relação ao apurado conforme uma metodologia amplamente aceita, no período de 2007 a 2011, entre as companhias de seis setores, listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). A pesquisa realizada para o alcance dos objetivos é considerada de natureza aplicada, com caráter exploratório e descritivo. É utilizada uma abordagem qualitativa e também quantitativa, com procedimentos técnicos bibliográficos e documentais. É realizada uma revisão bibliográfica na fundamentação teórica, de todos os principais conceitos e definições legais pertinentes ao tema, como o próprio EBITDA e suas metodologias de cálculo, além de uma definição de setores econômicos. Em seguida é realizada a coleta de dados das Demonstrações Financeiras, bem como o cálculo do EBITDA respeitando uma metodologia amplamente aceita. Por fim, são identificadas e analisadas as diferenças encontradas entre os valores obtidos nas Demonstrações Financeiras e os obtidos no cálculo realizado, respeitando as possíveis peculiaridades setoriais. Das 128 companhias que compõem a amostra deste trabalho, em média 73 apresentam o indicador EBITDA entre 2007 e 2011. Destas 73, em média, 48 apresentam o cálculo deste indicador. Considerando a média dos cinco anos analisados, 27 S.A. apresentam o EBITDA compatível com o calculado metodologicamente nesta pesquisa. Ainda considerando a média dentro do período de análise, 46 companhias apresentam indicadores incompatíveis com os calculados, e 55 companhias não apresentam o indicador em seus relatórios. Para realizar esta análise, são considerados compatíveis os indicadores que apresentam diferenças entre 2% e -2% com o EBITDA calculado nesta pesquisa. Das companhias que apresentam os indicadores em seus relatórios, considerando a média dos cinco anos, 13 publicaram indicadores com valor inferior ao calculado, e 33 publicaram indicadores com valor superior ao calculado metodologicamente. Por fim, não foram encontradas peculiaridades setoriais por meio da análise dos dados realizada nesta pesquisa. São também comparados os resultados obtidos nesta pesquisa com os obtidos por Hoffmann (2012), que participou de um grupo de estudos colaborativo, aplicando a mesma metodologia em outras 129 empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Palavras-chave: Divulgação, EBITDA, LAJIDA, Sociedades por Ações.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução da composição da amostra.....	42
Gráfico 2 – Distribuição da amostra em setores.....	44
Gráfico 3 – Crescimento do número de companhias com EBITDA em seus relatórios.....	46
Gráfico 4 – Evolução da quantidade de companhias com e sem reconciliação do EBITDA ..	47
Gráfico 5 – Média de companhias com e sem reconciliação do EBITDA .....	48
Gráfico 6 – Evolução da apresentação do EBITDA em quantidade de companhias.....	54
Gráfico 7 – Média da apresentação do EBITDA nos relatórios dentro do período analisado .	56
Gráfico 8 – Distribuição média da diferença entre os indicadores divulgados e os calculados	58
Gráfico 9 – Superavaliação e subavaliação do EBITDA.....	59
Gráfico 10 – Apresentação média do EBITDA pelas companhias da amostra ao longo dos anos .....	61
Gráfico 11 – Evolução da quantidade de companhias, por setor, com EBITDA considerado incompatível .....	63
Gráfico 12 – Distribuição das diferenças médias, ao longo dos anos, por setor .....	64
Gráfico 13 – Comparação do percentual de companhias com o EBITDA divulgado em seus relatórios.....	65
Gráfico 14 – Comparação do percentual de companhias que apresentaram a reconciliação do EBITDA .....	66
Gráfico 15 – Comparação do percentual de companhias que não apresentam a reconciliação do EBITDA .....	67
Gráfico 16 – Comparação do percentual de indicadores incompatíveis com calculado.....	68
Gráfico 17 – Comparação entre o percentual de EBITDA superavaliados.....	69
Gráfico 18 – Comparação entre o percentual de EBITDA subavaliados.....	70

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Companhias componentes da amostra do acadêmico Rafael Hoffmann .....	43
Quadro 2 – Companhias componentes da amostra do acadêmico Valter Luís Barbieri Colombo .....	43
Quadro 3 – EBITDA padrão e ajustado coletado das Demonstrações Financeiras (extrato) ..	49
Quadro 4 – Dez maiores diferenças percentuais positivas e negativas .....	60
Quadro 5 – Percentual de companhias com diferença no EBITDA por setor .....	63
Quadro 6 – EBITDA padrão e ajustado coletado das Demonstrações Financeiras .....	78



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Cálculo do EBITDA a partir da Demonstração do Resultado do Exercício .....	34
Tabela 2 – Reconciliação do EBITDA com o Lucro Líquido .....	35
Tabela 3 – Cálculo do EBITDA de 2011 para as companhias da amostra (extrato) .....	51
Tabela 4 – Diferença entre o EBITDA divulgado e o calculado no ano de 2011 (extrato) .....	53
Tabela 5 – Sensibilidade da amostra ao percentual de diferença considerada compatível – Média de 2007 a 2011 .....	57
Tabela 6 – Número de companhias com EBITDA incompatível por setor .....	62
Tabela 7 – Cálculo do EBITDA de 2007 para as companhias da amostra .....	83
Tabela 8 – Cálculo do EBITDA de 2008 para as companhias da amostra .....	86
Tabela 9 – Cálculo do EBITDA de 2009 para as companhias da amostra .....	89
Tabela 10 – Cálculo do EBITDA de 2010 para as companhias da amostra .....	92
Tabela 11 – Cálculo do EBITDA de 2011 para as companhias da amostra .....	95
Tabela 12 – Diferença entre o EBITDA divulgado e o calculado no ano de 2007 .....	98
Tabela 13 – Diferença entre o EBITDA divulgado e o calculado no ano de 2008 .....	101
Tabela 14 – Diferença entre o EBITDA divulgado e o calculado no ano de 2009 .....	104
Tabela 15 – Diferenças entre o EBITDA divulgado e o calculado no ano de 2010 .....	107
Tabela 16 – Diferenças entre o EBITDA divulgado e o calculado no ano de 2011 .....	110

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

<b>Art.</b>	Artigo
<b>BM&amp;FBOVESPA</b>	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
<b>BP</b>	Balanço Patrimonial
<b>CNAE</b>	Classificação Nacional de Empresas
<b>CPC</b>	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
<b>CSLL</b>	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
<b>CVM</b>	Comissão de Valores Mobiliários
<b>DFC</b>	Demonstração dos Fluxos de Caixa
<b>DFP</b>	Demonstrações Financeiras Padronizadas
<b>DLPA</b>	Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados
<b>DMPL</b>	Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido
<b>DOAR</b>	Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos
<b>DRA</b>	Demonstração do Resultado Abrangente
<b>DRE</b>	Demonstração do Resultado do Exercício
<b>DVA</b>	Demonstração do Valor Adicionado
<b>EBIT</b>	<i>Earning Before Interests and Taxes</i>
<b>EBITDA</b>	<i>Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
<b>EBITDAR</b>	<i>Earning Before Interests, Taxes, Depreciation, Amortization and Rent</i>
<b>EUA</b>	Estados Unidos da América
<b>IBGE</b>	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
<b>IR</b>	Imposto de Renda
<b>LAJIDA</b>	Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
<b>LAJIR</b>	Lucro Antes dos Juros e Imposto de Renda
<b>LABMEC</b>	Laboratório de Mercado de Capitais
<b>n.º</b>	Número
<b>NAFTA</b>	<i>North American Free Trade Agreement</i>
<b>NAICS</b>	<i>North American Industry Classification System</i>
<b>RFB</b>	Receita Federal do Brasil
<b>S.A.</b>	Sociedades por Ações
<b>SRF</b>	Secretaria da Receita Federal
<b>UFSC</b>	Universidade Federal de Santa Catarina

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	12
1.1 TEMA E PROBLEMA .....	13
1.2 OBJETIVOS.....	14
<b>1.2.1 Objetivo geral</b> .....	14
<b>1.2.2 Objetivos específicos</b> .....	15
1.3 JUSTIFICATIVA .....	15
1.4 METODOLOGIA DA PESQUISA .....	16
1.5 DELIMITAÇÃO E LIMITAÇÕES DA PESQUISA .....	20
1.6 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO .....	21
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b> .....	23
2.1 PUBLICAÇÕES CONTÁBEIS OBRIGATÓRIAS DAS S.A. ....	23
<b>2.1.1 Divulgação obrigatória</b> .....	23
<b>2.1.2 Divulgação voluntária</b> .....	28
2.2 CONCEITOS E METODOLOGIAS DO EBITDA .....	30
<b>2.2.1 Conceitos de EBITDA</b> .....	30
<b>2.2.2 Metodologias de cálculo do EBITDA</b> .....	32
2.3 SETORES DE ATIVIDADES DE COMPANHIAS .....	36
<b>3 RESULTADOS DA PESQUISA</b> .....	41
3.1 CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA POR SETORES .....	41
3.2 EBITDA DIVULGADO PELAS S.A. ....	45
3.3 CÁLCULO DO EBITDA METODOLOGICAMENTE .....	50
3.4 APURAÇÃO DE DIFERENÇAS ENTRE OS EBITDA DIVULGADOS E OS CALCULADOS .....	52
3.5 IDENTIFICAÇÃO DAS DIFERENÇAS CONFORME OS SETORES.....	62
3.6 COMPARAÇÃO DE RESULTADOS ENTRE OS PARTICIPANTES DO GRUPO DE ESTUDOS .....	65
<b>4 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	71
4.1 CONSIDERAÇÕES QUANTO AOS RESULTADOS .....	71
4.2 SUGESTÕES PARA TRABALHOS FUTUROS .....	73
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	75
<b>APÊNDICES</b> .....	78
APÊNDICE A – EBITDA PADRÃO E AJUSTADO COLETADO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS .....	78
APÊNDICE B – CÁLCULO DO EBITDA PARA AS COMPANHIAS DA AMOSTRA .....	83
APÊNDICE C – CÁLCULO DA DIFERENÇA ENTRE O EBITDA DIVULGADO E O CALCULADO.....	98

# 1 INTRODUÇÃO

Neste primeiro capítulo são apresentados o tema e o problema desta pesquisa, seguidos dos objetivos, geral e específicos, que orientam a realização deste trabalho. São também contemplados neste capítulo a justificativa e a metodologia utilizadas na pesquisa. Por fim, são apresentadas delimitações e limitações do presente trabalho monográfico e a organização do trabalho.

Segundo Marion (2009), a Contabilidade é uma ciência com o intuito de demonstrar por, meio de dados e relatórios, a situação de uma entidade em determinado momento ou período. Um demonstrativo por si só contém apenas dados desta referida entidade, cabe ao analista ou usuário da informação decompor estes dados e transformá-los em informações úteis, seja para tomada de decisões ou simplesmente para o conhecimento do usuário.

Segundo Lopes de Sá (2008, p. 13), “**Analisar é tornar uma coisa simples mediante uma decomposição da mesma**; é extrair elementos de um todo, procurando conhecer-lhe as partes. Assim, **analisar é conhecer uma coisa pelos elementos que a compõem.**” [grifos do autor]. Sendo assim, as Demonstrações Financeiras obrigatórias podem ser divulgados com alguns anexos não obrigatórios, que facilitam a análise empresarial e a comparação entre companhias de um mesmo setor, por exemplo.

Um índice com popularidade entre os analistas de mercado é o Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA), ou *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), como é mais conhecido. Conforme Savytzky (2009), o EBITDA mostra a lucratividade da companhia e o quanto esta consegue gerar de caixa com suas atividades, uma vez que desconsidera o resultado financeiro, as despesas com depreciação e amortização e os impostos sobre o lucro.

O EBITDA é um indicador opcional nos demonstrativos, mas é divulgado por companhias do mundo todo, além de ser frequentemente citado entre os analistas, por mostrar a lucratividade do negócio. Por não ser obrigatório nas Demonstrações Financeiras, o EBITDA permaneceu carente de normas legais que regulamentassem seu cálculo e divulgação até o ano de 2012. Este é o ponto de partida para a realização desta pesquisa, que visa focar nas metodologias de cálculo do indicador e nas diferenças que estas podem apresentar.

Quando do início deste trabalho, no segundo semestre de 2011, tudo que se apresentava nos registros da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) era um edital de audiência pública, convocando a todos para enviarem sugestões para a normatização do

EBITDA. Somente no mês de outubro de 2012, a Instrução Normativa CVM n.º 527, de 04 de outubro, foi divulgada, dispondo sobre a divulgação de informações relacionadas ao EBITDA. Esta normativa, no entanto, só entrou em vigor a partir dos exercícios sociais iniciados em 2012, não abrangendo a amostra desta pesquisa.

Na próxima seção são apresentados o tema e o problema desta pesquisa, que culminam na pergunta-tema deste trabalho.

## 1.1 TEMA E PROBLEMA

Uma das principais funções da Contabilidade é fornecer dados que sirvam de apoio na tomada de decisões, tanto para usuários internos quanto para usuários externos. Uma companhia que necessita de financiamento para suas operações, seja por meio de bancos, financeiras ou novos investidores, pode precisar demonstrar de maneira contábil o tamanho e a capacidade de geração de lucro da mesma.

Existem vários métodos para avaliar e comparar companhias, e um deles é com o uso do *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA). Este indicador é divulgado pelas companhias, estejam elas buscando financiadores e investidores ou mesmo em uma avaliação na busca de uma fusão, cisão ou parceria. Além disso, por muitas vezes empresários desejam saber o quanto vale sua empresa, mesmo que não tenham a intenção de se desfazer desta.

Pelo fato de o EBITDA não ser apurado num demonstrativo contábil e não ser exigido por lei, a metodologia de cálculo desse indicador pode variar conforme a realidade ou interesse da companhia, o que pode prejudicar ou influenciar a avaliação ou comparação desta. O Ofício Circular da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) n.º 01, de 14 de fevereiro de 2007, esclarece dúvidas sobre a aplicação das Normas de Contabilidade, e no item 1.9.7 discorre sobre a medição EBITDA e os itens adicionados e excluídos desse, mas apenas em caráter informativo, ou seja, sem exigir o cumprimento destas orientações e nem tampouco aplicar punições aos que não respeitarem.

No ano de 2012, no qual esta pesquisa encontrava-se em estágio avançado, a CVM divulgou a Instrução Normativa CVM n.º 527, de 04 de outubro de 2012, dispondo sobre a divulgação e apresentação do EBITDA. Além deste documento, foi também divulgada uma nota explicativa, contendo o detalhamento de conceitos e procedimentos no cálculo e divulgação do indicador. As regras estabelecidas por esta normativa corroboram a

metodologia adotada nesta pesquisa, conforme será detalhado no segundo capítulo deste trabalho.

Considerando-se a importância e o risco que esta análise empresarial pode representar para um investidor ou financiador, é relevante que haja um padrão no cálculo do EBITDA. Neste trabalho são abordados o conceito e a metodologia de cálculo do indicador, para que se possa identificar a existência de divergências na apresentação do EBITDA.

A fim de apontar as diferentes metodologias de cálculo do EBITDA, neste trabalho são considerados os dados divulgados referentes ao período compreendido entre 2007 e 2011, pelas companhias de seis setores, que são detalhados na seção 3.1 (caracterização da amostra por setores), listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), com a seguinte pergunta tema:

*Quais as diferenças entre o valor do EBITDA divulgado pelas Sociedades por Ações (S.A.), listadas na BM&FBOVESPA, no período compreendido entre 2007 e 2011, em relação ao apurado conforme uma metodologia amplamente aceita, considerando-se uma amostra setorizada?*

## 1.2 OBJETIVOS

O presente trabalho monográfico apresenta um objetivo geral. Este objetivo é alcançado por meio do atingimento de quatro objetivos específicos. O objetivo geral e os objetivos específicos são detalhados a seguir.

### 1.2.1 Objetivo geral

Esta pesquisa tem como objetivo geral identificar quais as diferenças entre o valor do *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) divulgado pelas Sociedades por Ações (S.A.), em relação ao apurado conforme uma metodologia amplamente aceita, no período compreendido entre 2007 e 2011, considerando-se a amostra setorizada de companhias listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA).

### 1.2.2 Objetivos específicos

De modo a proporcionar o alcance do objetivo geral, foram definidos objetivos específicos, que são detalhados a seguir:

- a) apresentar os conceitos e as metodologias de cálculo do EBITDA, visando encontrar uma metodologia amplamente aceita;
- b) identificar, dentre as companhias listadas na BM&FBOVESPA, aquelas que divulgam o EBITDA, formando uma amostra setorizada durante o período compreendido entre os anos de 2007 e 2011<sup>1</sup>;
- c) calcular o EBITDA para as S.A. da amostra, conforme uma metodologia amplamente aceita, demonstrando sua apuração; e
- d) apurar eventuais diferenças entre o valor do EBITDA divulgado pelas companhias da amostra e o calculado neste trabalho, considerando possíveis peculiaridades setoriais.

### 1.3 JUSTIFICATIVA

O presente trabalho monográfico apresenta relevância nos contextos empresarial, governamental, social e acadêmico. Considerando-se o alcance dos objetivos e com a publicação dos resultados obtidos, diversos públicos podem ser beneficiados, tanto direta quando indiretamente.

No contexto empresarial, o trabalho justifica-se por analisar um dos instrumentos de avaliação patrimonial, que pode também servir como apoio na tomada de decisões internas ou para comparação com outras companhias do mesmo setor. Além das companhias analisadas nesta monografia, diversos gestores podem ter o anseio ou simplesmente a curiosidade de avaliar o seu negócio. Buscam, assim, entender o potencial desta entidade no contexto em que está inserida, ou até mesmo o valor que sua companhia tem no mercado.

No contexto governamental, o trabalho apresenta relevância ao comparar as diversas metodologias utilizadas por diferentes companhias ao calcular o *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), o que expõe a necessidade de uma regulamentação na publicação deste item. Mesmo este indicador não sendo obrigatório, para que a análise de Demonstrações Financeiras e a tomada de decisões por usuários externos não seja prejudicada, faz-se necessária uma norma.

---

<sup>1</sup> As empresas participantes da amostra total foram divididas entre este trabalho monográfico e o do acadêmico Hoffmann (2012). As pesquisas foram realizadas de forma colaborativa, porém independente.

No mês de outubro de 2012, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) divulgou a Instrução Normativa CVM n.º 527, de 04 de outubro de 2012, regulamentando assim a divulgação e apresentação do EBITDA pelas companhias abertas, a partir do exercício social correspondente ao ano de 2012.

No contexto social, este trabalho justifica-se por alertar os usuários externos das informações contábeis. Estes investidores, possíveis investidores, credores, entre outros, devem preocupar-se também com a metodologia de cálculo do indicador, e não somente com os valores e margens percentuais apresentados. A forma como o indicador é calculado pode representar uma diferença significativa no valor final. Desta forma, o presente trabalho é relevante para a sociedade como um todo.

No contexto acadêmico, este trabalho pode servir como fonte de pesquisa e base para estudos semelhantes. Espera-se que esta monografia possa contribuir para com a comunidade acadêmica do Curso de Ciências Contábeis, e de toda a Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), entre outras instituições. Espera-se também proporcionar a ampliação de conhecimento por parte do autor, com o desenvolvimento de uma pesquisa científica que amplia as bases teóricas, contribuindo assim na formação acadêmica e construção de um profissional mais capacitado na análise de informações.

#### 1.4 METODOLOGIA DA PESQUISA

Nesta seção é apresentada a metodologia da pesquisa, ou seja, a classificação do presente trabalho monográfico dentre os diversos aspectos apontados por autores da área de metodologia. É também delimitada a amostra utilizada nos estudos, além de demonstradas as etapas seguidas para que a pesquisa possa ser realizada. Para a elaboração desta pesquisa foi realizado um grupo de estudos e colaboração entre o autor desta monografia e o acadêmico Rafael Hoffmann, que realizou semelhante pesquisa com outra amostra de companhias, respeitando a mesma metodologia deste trabalho.

Na realização da pesquisa deste grupo de estudos, foram consideradas todas as companhias listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), totalizando 562 companhias. Dentre estas, foram desconsideradas as que não apresentam o *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*



(EBITDA), de acordo com o programa de computador *Economática*<sup>2</sup>, restando então 257 companhias, que representam a população da pesquisa.

As companhias da população foram agrupadas em dez setores, conforme a classificação da BM&FBOVESPA, que posteriormente foram divididos em dois grupos, o primeiro com um total de 128 companhias, e o segundo com um total de 129 companhias. O autor deste trabalho monográfico ficou responsável pela análise do primeiro grupo de companhias, listadas em seis setores, e o acadêmico Rafael Hoffmann pela análise do segundo grupo, com S.A. listadas em quatro setores. Estes grupos representam a amostra de cada uma das pesquisas.

Soares (2006) desenvolveu um estudo que demonstra a evidenciação do EBITDA por companhias de governança corporativa Novo Mercado na BM&FBOVESPA. Este trabalho contribuiu como base para o desenvolvimento desta pesquisa.

Uma pesquisa, segundo Silva e Menezes (2001), acontece quando são realizadas ações, procedimentos e etapas com o intuito de solucionar algum problema, considerando-se que não se obtém toda a informação necessária para tal. A pesquisa é um instrumento para ampliação e aprimoramento do conhecimento.

Para Demo (1994, p. 34), “O signo central da pesquisa é o questionamento sistemático crítico e criativo, mais a intervenção competente na realidade, ou o diálogo crítico permanente com a realidade, em sentido teórico e prático”, ou seja, une a teoria e a prática, buscando responder aos questionamentos.

Marconi e Lakatos (2009, p. 157) consideram que a pesquisa “é um procedimento formal, com método de pensamento reflexivo, que requer um tratamento científico e se constitui no caminho para conhecer a realidade ou para descobrir verdades parciais”. Observa-se o uso do termo “verdades parciais”, que abre margem para que outros pesquisadores, em alguns casos, obtenham resultados diferentes.

As pesquisas podem ser classificadas de diversas formas. Quanto à sua natureza, a presente pesquisa pode ser classificada como aplicada, que conforme Silva e Menezes (2001, p. 20), “objetiva gerar conhecimentos para aplicação prática dirigidos à solução de problemas específicos. Envolve verdades e interesses locais”. O estudo é aplicado em uma amostra de companhias listadas especificamente na BM&FBOVESPA, observando a metodologia utilizada no cálculo do indicador EBITDA.

---

<sup>2</sup> O programa *Economática*, calcula o indicador EBITDA para todas as companhias de sua base de dados. Foram desconsideradas nesta etapa todas as companhias para as quais o programa não calcula tal indicador.

Considerando a forma de abordagem do problema, no presente estudo existem abordagens quantitativas e qualitativas. A primeira é encontrada principalmente na análise estatística dos dados coletados das Demonstrações Financeiras, com o uso do programa *Economática*, na qual apuram-se diferenças em valor e em percentual. A segunda é encontrada na análise individual de cada setor, bem como no estudo da influência das possíveis diferenças encontradas, e na divisão setorial das companhias.

Uma pesquisa quantitativa, conforme Silva e Menezes (2001, p. 20), “considera que tudo pode ser quantificável, o que significa traduzir em números opiniões e informações para classificá-las e analisá-las”. Em uma pesquisa qualitativa, conforme Beuren (2006, p. 92), “concebem-se análises mais profundas em relação ao fenômeno que está sendo estudado”. Silva e Menezes (2001) consideram, ainda sobre este segundo método, que há uma relação entre o objetivo e o subjetivo, e que nem sempre é possível transparecer esta verdade em números. Sendo assim, este trabalho classifica-se das duas formas.

Considerando-se os objetivos, a presente pesquisa é descritiva e exploratória. Para Gil (1991, p. 46), a pesquisa descritiva tem por objetivo “a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre as variáveis”. Ainda conforme o mesmo autor (1991, p. 45) a pesquisa exploratória visa “proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a construir hipóteses. (...) Envolve levantamento bibliográfico; (...) e análise de exemplos que estimulem a compreensão”.

Esta pesquisa é descritiva pois relaciona as companhias em setores, descrevendo a amostra e a divisão da população. Este trabalho também é exploratório porque constrói hipóteses, levantando um estudo bibliográfico, de modo a fazer um mapeamento de dados que pode futuramente ser explorado.

Do ponto de vista dos procedimentos técnicos, são utilizados métodos bibliográficos e documentais. Sobre a pesquisa bibliográfica, Marconi e Lakatos (2009, p. 185) discorrem que esta

abrange toda a bibliografia já tornada pública em relação ao tema de estudo, desde publicações avulsas, boletins, jornais, revistas, livros, pesquisas, monografias, teses, material cartográfico etc (...). A pesquisa bibliográfica não é mera repetição do que já foi dito ou escrito sobre certo assunto, mas propicia o exame de um tema sob novo enfoque ou abordagem, chegando a conclusões inovadoras.

O presente trabalho referencia diversos autores, que discorrem sobre a metodologia de cálculo do EBITDA. Além de bibliografia específica, abrange também informativos e normas

contábeis, que regulamentam a divulgação e padronização de informações contábeis pelas companhias de capital aberto.

Para Fachin (2006, p. 146), uma pesquisa documental “corresponde a toda a informação coletada, seja de forma oral, escrita ou visualizada. (...) São considerados ainda os documentos oficiais, como editoriais, leis, atas, relatórios, ofícios, ordem régia etc”. A presente pesquisa, além de utilizar material bibliográfico, utiliza também a legislação vigente, e para a coleta de dados, são utilizadas as Demonstrações Financeiras publicados pelas companhias constantes na amostra.

De acordo com Fachin (2006), um projeto de pesquisa é orientado por uma sequência de procedimentos estabelecidos pelo pesquisador. Para a realização deste trabalho, são realizadas seis principais etapas:

1ª etapa: revisão literária acerca da legislação vigente e de autores que discorram sobre o *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), e suas metodologias de cálculo;

2ª etapa: obtenção dos relatórios e Demonstrações Financeiras publicados pelas companhias pré-selecionadas como amostra da pesquisa, encontrados nos sítios eletrônicos das próprias companhias; e dos dados financeiros da mesma amostra, obtidos no programa de computador *Economática*, identificando as companhias que divulgam ou mencionam o EBITDA em seu relatório;

3ª etapa: identificar as diferentes metodologias de cálculo do indicador, considerando a literatura especializada, as normas aplicáveis e a prática das companhias analisadas;

4ª etapa: utilizando o programa de computador *Microsoft Excel*<sup>®</sup>, recalculando o EBITDA da amostra, utilizando uma metodologia única para todas elas<sup>3</sup>, com o intuito de possibilitar a comparação entre elas. Nesta etapa são utilizados os dados obtidos no *Economática*<sup>4</sup>;

5ª etapa: comparar o indicador disponibilizado nas Demonstrações Financeiras com o valor encontrado após o recálculo e, em caso de haver diferença; e

6ª etapa: analisar as possíveis diferenças encontradas entre os indicadores calculados e os divulgados, constatando quais as companhias e setores que mais divergem do padrão adotado, o que interfere e causa distorções na análise comparativa.

---

<sup>3</sup> Cálculo realizado utilizando-se uma mesma metodologia amplamente aceita para todas as companhias.

<sup>4</sup> De modo a conferir a equivalência entre os dados obtidos no *Economática* e os publicados nas demonstrações financeiras das companhias, foi previamente realizado um teste, comparando os dados das 50 companhias com os maiores Ativos obtidos com o programa e os divulgados por estas em seus endereços eletrônicos. Neste piloto, todos os dados do *Economática* se apresentaram iguais aos publicados pelas companhias.

Nesta pesquisa, a necessidade de recursos humanos restringe-se ao grupo de estudos formado pelo autor e o acadêmico Rafael Hoffmann, e ao orientador. Não há, também, a necessidade de recursos financeiros, uma vez que os dados utilizados na pesquisa estão disponíveis no programa de computador *Economática*, disponibilizado gratuitamente pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC) no Laboratório de Mercado de Capitais (LABMEC), e dados publicados em sítios eletrônicos.

### 1.5 DELIMITAÇÃO E LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Este trabalho monográfico visa alcançar os seus objetivos, além de seguir as etapas e procedimentos que foram especificados em seções anteriores. Nesta seção são apresentadas a delimitação e as limitações da pesquisa, bem como as justificativas de cada uma destas.

A amostra da pesquisa pode ser considerada como uma das delimitações, uma vez que são consideradas 128 companhias, de um total de 562 listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). Também é uma delimitação o período analisado, que abrange os exercícios sociais compreendidos entre 2007 e 2011.

Pretende-se que a abordagem empregada possa ser aplicada em qualquer conjunto de companhias que divulgue o EBITDA, mediante os devidos ajustes. Esta intenção fundamenta-se na compreensão de que as companhias obrigadas a publicar suas Demonstrações Financeiras são regidas por lei específica, que determina os demonstrativos a serem divulgados, bem como as características e exigências destes.

As principais fontes de dados para esta pesquisa são as Demonstrações Financeiras publicados pelas companhias analisadas. Uma limitação que deve ser considerada é o fato de que presume-se a veracidade ideológica de todas as informações encontradas nas Demonstrações Financeiras. Estas informações são de responsabilidade da companhia divulgadora e do profissional contábil que responde por esta.

Ainda no que diz respeito à análise de dados, o cálculo do indicador é realizado utilizando-se os dados coletados no programa de computador *Economática*. Para conferência destes dados, foram selecionadas por amostragem as 50 empresas com maiores Ativos listadas no programa. Destas empresas foram comparados os dados coletados no programa com os divulgados nas Demonstrações Financeiras, e todos estes dados se apresentaram iguais. Sendo assim, considera-se que todos os dados coletados no programa são idênticos aos divulgados pelas companhias em suas páginas eletrônicas.

A abordagem qualitativa é também considerada um fator limitante, pois a subjetividade do pesquisador torna este responsável pela interpretação dos dados, bem como pela relevância com que determinado resultado é tratado.

Por fim, considera-se que pesquisadores diferentes podem identificar outros questionamentos, apontando outros aspectos relevantes, que lhes sejam úteis no processo. Neste sentido, a proposta do trabalho é uma estrutura aberta para mudanças, revisões, ampliações, conforme o interesse e o conhecimento de futuros pesquisadores.

## 1.6 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO

Objetivando facilitar a compreensão e padronizar o conteúdo, o presente trabalho monográfico é dividido em quatro capítulos, os quais são apresentados a seguir.

No primeiro capítulo, intitulado Introdução, são apresentados o tema e o problema da pesquisa. São também abordados neste capítulo os objetivos geral e específicos, que orientam a pesquisa, bem como a justificativa, a metodologia da pesquisa, além das limitações e delimitações do trabalho. Ainda neste capítulo, são apresentadas as etapas seguidas para a realização deste pesquisa.

O segundo capítulo contém a fundamentação teórica, no qual encontra-se a revisão de literatura deste trabalho monográfico. Inicialmente são apresentadas as Demonstrações Financeiras de divulgação obrigatória pelas Sociedades por Ações (S.A.), seguidas da apresentação de demonstrativos e informações de divulgação voluntária pelas companhias. Também neste capítulo são tratados os conceitos e as metodologias de cálculo do *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), e finalmente são apresentados os conceitos de Bolsa de Valores e as classificações setoriais das S.A.

O levantamento dos dados e suas respectivas análises são demonstrados no terceiro capítulo, Resultados da Pesquisa. Neste capítulo encontra-se a parte prática da pesquisa, no qual é, inicialmente, caracterizada a amostra adotada para este trabalho. Em seguida são apresentados os EBITDA divulgados pelas companhias da amostra, que logo após são recalculados conforme metodologia amplamente aceita. O capítulo é finalizado com a apuração das diferenças entre o indicador divulgado e o recalculado de cada companhia da amostra, observando-se possíveis peculiaridades setoriais.

Por fim, no quarto capítulo, são apresentadas as conclusões e considerações obtidas com a realização da presente pesquisa, ou seja, é observado se os objetivos foram atingidos e se o problema de pesquisa teve uma solução. Neste capítulo são também sugeridos outros

enfoques a serem estudados, com o intuito de contribuir com a evolução do conhecimento, além de complementar o estudo realizado neste trabalho.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este capítulo apresenta um conjunto de conceitos e definições presentes em referenciais teóricos e normativos, que servem de base para o aprofundamento de estudos e para o processo de análise dos dados tratados no capítulo seguinte. Apresenta as publicações contábeis obrigatórias para as Sociedades por Ações (S.A.) brasileiras, e as informações contábeis de divulgação voluntária. Também são encontrados os conceitos e metodologias de aplicação do *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), e também conceitos e classificações de setores de atividades de companhias.

### 2.1 PUBLICAÇÕES CONTÁBEIS OBRIGATÓRIAS DAS S.A.

As Sociedades por Ações (S.A.) divulgam, periodicamente, uma série de informações e relatórios contábeis, sendo alguns de natureza obrigatória e outras de natureza voluntária. Segundo Yamamoto e Salotti (2006, p. 5), informação é “um elemento que provoca transformações nas estruturas”. Conforme os mesmos autores (2006, p. 5)

(...) a informação contábil pode ser considerada como aquela que altera o estado da arte do conhecimento de seu usuário em relação à empresa e, a partir de interpretações, a utiliza na solução de problemas, sendo a natureza da informação contábil, entre outras, econômico-financeira, física e de produtividade. Assim, a informação contábil tem como consequência a ratificação ou alteração da opinião de seus usuários a respeito das atividades da empresa.

A informação contábil, obrigatória ou voluntária, tem por objetivo, portanto, gerar o conhecimento a respeito da situação econômico-financeira da companhia, mas também gerar uma opinião que pode ser de um analista de mercado, ou de qualquer outro usuário desta informação. Esta opinião é obtida por meio da interpretação que este usuário faz das informações analisadas.

Para melhor entender os demonstrativos e demais informações contábeis de divulgação obrigatória ou voluntária, apresentam-se seus conceitos e normas legais nas subseções seguintes.

#### 2.1.1 Divulgação obrigatória

As S.A. apresentam um conjunto de informações com divulgação obrigatória que, segundo Iudícibus et al (2010, p. 2), “abrange o Relatório de Administração, as Demonstrações Contábeis e as Notas Explicativas que as acompanham, o Parecer dos

auditores Independentes (se houver), o Parecer do Conselho Fiscal e o Relatório do Comitê de Auditoria (se existirem)”. Estas publicações são consideradas obrigatórias apenas para as companhias de capital aberto.

De acordo com Marion (2009, p. 43),

A Sociedade Anônima de Capital Aberto (companhia aberta) é um tipo de sociedade cuja captação de recursos é realizada junto ao público, por meio dos pregões das bolsas de valores. Estas empresas estão sujeitas à Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Sendo assim, as companhias de capital aberto são todas aquelas que buscam investimento junto ao público. São algumas destas companhias que compõem a amostra deste trabalho monográfico.

A Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (BRASIL, 1976), conhecida como Lei das S.A., que foi atualizada pela Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007 (BRASIL, 2007) e pela Lei n.º 11.941, de 27 de maio de 2009 (BRASIL, 2009), considera como Demonstrações Financeiras obrigatórias para as S.A. o Balanço Patrimonial (BP), a Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), a Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados (DLPA), a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) e a Demonstração do Valor Adicionado (DVA). Estas demonstrações devem ser elaboradas e divulgadas sempre ao fim de cada exercício social.

A Lei das S.A. denomina o rol de demonstrativos de publicação obrigatória como Demonstrações Financeiras. Estas demonstrações também são denominadas por alguns autores como Demonstrações Contábeis. De modo a manter um padrão, e entendendo-se que neste trabalho são utilizados somente os demonstrativos considerados obrigatórios para as S.A., é adotado o termo Demonstrações Financeiras como padrão ao longo do texto.

O art. 176, § 1º, da Lei n.º 6.404, de 1976, obriga as companhias abertas a publicarem as Demonstrações Financeiras relativas ao último e ao penúltimo exercícios sociais, facilitando assim a comparação entre os dados, que poderá ser feita pelo usuário da informação contábil (BRASIL, 1976).

Conforme Iudícibus (2010, p. 27), “para complementar dados das demonstrações relacionadas, existem as Notas Explicativas que, na verdade, não são Demonstrações Financeiras; servem apenas para complementá-las”. Deste modo, as Notas Explicativas servem de complementação para as Demonstrações Financeiras. Nelas são encontradas informações que auxiliam na melhor compreensão das Demonstrações Financeiras.

O Relatório da Administração não é exatamente uma Demonstração Financeira, mas, conforme Iudícibus et al (2010), é exigido das companhias de capital aberto que apresentem



este relatório. Geralmente o Relatório da Administração aparece antes das Demonstrações Financeiras, servindo como introdução a estas, e incluindo alguns indicadores financeiros, conforme a necessidade da companhia. Para Silva (2010, p. 69),

Em linhas gerais, o relatório da administração deve funcionar como uma prestação de contas dos administradores aos acionistas, e, ao mesmo tempo, deve fornecer uma análise prospectiva. (...) Informam sobre o estágio em que se encontram determinados projetos importantes, analisam o ambiente em que a empresa opera e destacam as expectativas da administração para os próximos exercícios. Podem ainda fornecer uma análise interna sobre os resultados alcançados e sobre as políticas de investimento, de financiamento e de distribuição de dividendos que foram adotadas no último exercício.

Este relatório, portanto, apresenta uma contextualização da realidade da companhia e do mercado em geral. Ainda conforme Silva (2010), um item de destaque nos Relatórios da Administração é o compromisso da companhia com a sociedade e com o meio ambiente. Segundo Marion (2009), é observado um otimismo excessivo nas considerações apresentadas em parte dos Relatórios da Administração, o que exige cautela na leitura feita por um analista. Assim, este relatório não segue um padrão exato de publicação, podendo atender às mais diversas necessidades da companhia que o publica, o que pode tornar questionável a relevância das informações nele contidas.

O BP, para Marion (2009, p. 44), “reflete a posição financeira em determinado momento, normalmente no fim do ano ou de um período prefixado”. Segundo tal autor (2009), é a principal Demonstração Financeira. Conforme corroboram Iudícibus et al (2010), este demonstrativo é dividido em três principais elementos: o Ativo, o Passivo e o Patrimônio Líquido.

Para Iudícibus et al (2010, p. 2),

(...) é importante que as contas sejam classificadas no balanço de forma ordenada e uniforme, para permitir aos usuários uma adequada análise e interpretação da situação patrimonial e financeira. Visando atender a esse objetivo, a Lei n.º 6.404/76, por meio dos arts. 178 a 182, definiu como deve ser a disposição de tais contas, seguindo, para o Ativo, a classificação em ordem decrescente de grau de liquidez, e, para o Passivo, em ordem decrescente de prioridade de pagamento das exigibilidades (...).

Portanto, no Ativo são apresentadas, primeiramente, as contas que possam mais rapidamente ser convertidas em dinheiro, e no Passivo, primeiramente, as contas com exigibilidade cronologicamente anterior.

De acordo com Matarazzo (2010), o Ativo apresenta todos os bens e direitos da companhia, o Passivo apresenta as obrigações exigíveis e o Patrimônio Líquido é a diferença entre os dois anteriores. Segundo o mesmo autor (2010, p. 26), o Patrimônio Líquido “representa o capital investido pelos proprietários da companhia, quer através de recursos

trazidos de fora da companhia, quer gerados por esta em suas operações e retidos internamente”.

A DRE, para Matarazzo (2010, p. 30), “é uma demonstração dos aumentos e reduções causados no Patrimônio Líquido pelas operações da empresa”, ou seja, demonstra as receitas e despesas ocorridas em determinado período. Silva (2010, p. 75) indica que “*é importante notar que, enquanto o balanço patrimonial representa a posição da empresa em determinado momento, a demonstração do resultado acumula as receitas, os custos e as despesas relativas a um período de tempo*” [grifos do autor]. Portanto, a DRE apresenta o resultado da companhia ao longo de um período de tempo.

Marion (2009) informa que a DRE é a responsável por demonstrar diretamente o que é um grande interesse dos proprietários e acionistas, o lucro ou prejuízo em determinado exercício. Ainda conforme o autor (2009, p. 118),

Na administração dos recursos escassos disponíveis na empresa, a gerência pode ou não ser eficiente. O sucesso dessa gestão, sem dúvida, será medido comparando-se o resultado do exercício (obtido pela Demonstração do Resultado do Exercício) com o montante aplicado no Ativo e/ou com o capital investido pelos proprietários (Patrimônio Líquido).

Segundo Matarazzo (2010, p. 30), esta demonstração “retrata apenas o fluxo econômico e não o fluxo monetário (fluxo de dinheiro)”. Como exemplos disto, o autor (2010) cita a depreciação, que não é uma despesa desembolsada pelo caixa da companhia, mas afeta diretamente o resultado do exercício. Esta característica torna a DRE uma peça de caráter econômico e não financeiro, por estar relacionada à riqueza e não diretamente ao dinheiro.

O Pronunciamento Técnico CPC 26, de 02 de dezembro de 2011, (CVM, 2011), define como obrigatória, juntamente com a DRE, a Demonstração do Resultado Abrangente (DRA), que segundo Iudícibus et al (2010) representa o resultado do exercício acrescido de ganhos e perdas que eram, até então, reconhecidos na DMPL.

Conforme a Lei das S.A., a DLPA é obrigatória (BRASIL, 1976), porém, segundo Matarazzo (2010), esta se encontra embutida na Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL), sendo que esta segunda é considerada mais completa que a primeira. Para Marion (2009), a DLPA explica os motivos das variações ocorridas na conta de lucros ou prejuízos acumulados.

A DMPL, conforme Silva (2010, p. 76), “mostra as movimentações ocorridas com os lucros ou prejuízos acumulados e as movimentações ocorridas nas demais contas que integram o patrimônio líquido”. Em outras palavras, além de demonstrar tudo que há na

Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados, ela ainda demonstra as variações do restante do Patrimônio Líquido, e é isto que a torna mais completa. O Pronunciamento Técnico CPC 26/2011 torna obrigatória a apresentação da DMPL para as companhias abertas.

Marion (2009, p. 433), conceitua que

(...) todo o acréscimo e diminuição do Patrimônio Líquido são evidenciados por meio dessa demonstração, bem como a formação e utilização das reservas (inclusive aquelas não originadas por lucro). Embora não seja uma demonstração obrigatória, a DMPL é mais completa e abrangente que a DLPA. É consideravelmente relevante para as empresas que movimentam constantemente as contas do Patrimônio Líquido. Se elaborada essa demonstração, não há necessidade de se apresentar a DLPA, uma vez que aquela inclui esta.

Nota-se que, de acordo com Marion (2009), a DMPL não era obrigatória, visto que o Pronunciamento Técnico CPC 26/2011 só foi editado e publicado dois anos depois. A DMPL, então, contém todos os dados exibidos na DLPA, mas também apresenta as variações apresentadas nas outras contas do Patrimônio Líquido.

A DFC, conforme Iudícibus et al (2010, p. 5), “visa mostrar como ocorrem as movimentações de disponibilidades em um dado período de tempo”. Segundo Matarazzo (2010, p. 33), “mostra as fontes e aplicações verificadas durante o exercício e que resultam afinal na variação do saldo de caixa”. Esta demonstração representa, conforme tal autor (2010), o dinheiro movimentado pela companhia, em suas contas de caixa e equivalente de caixa, oriundo da movimentação apresentada na DRE.

De acordo com Marion (2009, p. 445),

(...) a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) indica a origem de todo o dinheiro que *entrou* no Caixa, bem como a aplicação de todo o dinheiro que *saiu* do Caixa em determinado período, e ainda o resultado do Fluxo Financeiro. Assim como a Demonstração do Resultado do Exercício, a DFC é uma demonstração dinâmica e também está contida no Balanço que, por sua vez, é uma demonstração estática. [grifos do autor]

Sendo assim, a DFC apresenta a origem e a aplicação de todo o recurso monetário da companhia, em determinado período de tempo. Marion (2009) ainda acrescenta que a DFC pode ser elaborada de maneira direta ou indireta, sendo que a primeira demonstra exatamente quanto dinheiro entrou e saiu no caixa da companhia, e a segunda demonstra as variações ocorridas no Ativo Circulante e Passivo Circulante, que provocaram aumento ou diminuição de caixa. É nesta demonstração que encontra-se a resposta para, por exemplo, o caso de a companhia gerar um lucro considerável e ainda assim estar com um saldo baixo na conta de caixa e equivalentes de caixa.

A DVA passou a ser obrigatória com a Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007, somente para as companhias de capital aberto (BRASIL, 2007). Conforme a referida Lei, este

demonstrativo apresenta a riqueza gerada pela companhia, juntamente com a sua distribuição entre diversos elementos, como funcionários, governo, financiadoras entre outros (BRASIL, 2007).

De acordo com o § 3 do art. 177 da Lei n.º 6.404/76 as companhias abertas são obrigadas a serem auditadas por auditores independentes, que sejam registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (BRASIL, 1976). Conforme Silva (2010, p. 90), “é conveniente que toda análise de uma companhia inclua a leitura do parecer dos auditores”. Segundo o autor (2010), os auditores seguem um padrão de parecer, mas o mais importante acontece justamente quando o parecer destaca alguma anormalidade.

Iudícibus et al (2010, p. 7) alerta que

O fato importante a ser destacado é que com um sistema mais transparente de informações e de prestações de contas e com uma atuação de auditoria bem maior, muito se aplicará na segurança dos negócios, com redução de riscos e inadimplência, permitindo inclusive menores taxas de juros. Além disso, haveria contribuições na diminuição de corrupção e de sonegação de impostos. Contribuiria, finalmente, para melhoria do nosso país, quanto ao grau de atratividade de capitais e de investimentos internacionais e sua competitividade.

Iudícibus et al (2010) informa que o Brasil é considerado um dos países menos auditados do mundo, mesmo após a Lei n.º 11.638/2007 (BRASIL, 2007) obrigar também as sociedades de grande porte a serem auditadas, e que este baixo número contrasta com países de economias mais avançadas, nos quais a auditoria é obrigatória para a maioria das companhias.

Na próxima subseção, são abordados os itens divulgados de forma voluntária pelas companhias abertas.

### **2.1.2 Divulgação voluntária**

Os demonstrativos, informativos e indicadores obrigatórios podem não ser, em alguns casos, suficientes para a análise que o usuário deseja fazer de determinada companhia. Nestes casos, algumas companhias optam por divulgar informações adicionais, voluntariamente. Esta seção apresenta alguns destes itens.

De acordo com Yamamoto e Salotti (2006), a divulgação voluntária adota a premissa de que o empresário deseja maximizar o valor de seu negócio, optando então por informações e demonstrativos que otimizem seus resultados, mas ao mesmo tempo em que isso acontece, estas informações podem ser úteis nas mãos de um analista de mercado.

O conselho fiscal é responsável, conforme o art. 163 da Lei n.º 6.404/1976, por fiscalizar os atos dos administradores, opinar sobre o relatório anual da administração e sobre as propostas dos órgãos da administração (BRASIL, 1976). É também responsável por convocar a assembleia geral ordinária, caso os órgãos da administração não o façam, e analisar trimestralmente o balancete e demais demonstrativos financeiros, entre outras funções, além de elaborar o Parecer do Conselho Fiscal.

Segundo Iudícibus et al (2010), deve-se lembrar que o Parecer do Conselho Fiscal não é obrigatório no Brasil. A Lei n.º 6.404/1976 só obriga a apresentação deste parecer para a assembleia geral dos acionistas, caso o conselho exista (BRASIL, 1976). Porém, observa-se que, conforme Iudícibus et al (2010), na maioria dos casos em que o conselho existe, tal parecer é publicado.

O Relatório do Comitê de Auditoria também não é exigido por lei, mas conforme Iudícibus et al (2010, p. 6-7),

Como a exigência para constituição desse comitê está prevista apenas para as empresas que têm seus títulos patrimoniais negociados nos Estados Unidos da América e em alguns casos por ato do órgão regulador específico (como no caso do Banco Central no Brasil), a divulgação desse relatório é normalmente facultativa, alcançando apenas empresas que queiram aumentar ainda mais o nível de divulgação de informações. Espera-se o seu incremento em futuro breve, tanto dos comitês quanto da divulgação de seus relatórios.

Este relatório, portanto, visa dar maior credibilidade às informações publicadas pela companhia, aumentando também a quantidade de dados divulgados, e, assim como nos demais itens de divulgação voluntária, deve-se analisar este relatório com cautela.

O Balanço Social é um componente não obrigatório, mas que tem destaque entre as Demonstrações Financeiras publicadas, por fazer parte de um assunto de constante renovação e pelo apelo social agregado. Este balanço possui quatro vertentes, sendo elas o Balanço de Recursos Humanos, o Balanço Ambiental, a Demonstração do Valor Adicionado (DVA) e Benefícios e Contribuições à Sociedade em geral (IUDÍCIBUS et al, 2010).

Para Iudícibus et al (2010, p. 7),

O Balanço Ambiental reflete a postura da empresa em relação aos recursos naturais, compreendendo os gastos com preservação, proteção e recuperação destes; os investimentos em equipamentos e tecnologias voltados à área ambiental e os passivos ambientais. Poderá ainda ter características físicas como, por exemplo, descrição das quantidades comparativas de poluentes produzidos de um período a outro, acompanhadas dos parâmetros legais.

Sendo assim, o Balanço Ambiental torna-se uma ferramenta de apelo social das companhias, o que acontece pelo crescente interesse do público em questões sociais e ambientais.

Conforme Iudícibus et al (2010), o Balanço de Recursos Humanos objetiva descrever o perfil dos colaboradores da companhia, evidenciando idade, sexo, formação escolar, estado civil, tempo de trabalho, entre outras informações. A DVA discrimina o valor que a companhia agrega de riqueza à economia e a sua distribuição. O Balanço Social visa “demonstrar o grau de responsabilidade social assumido pela companhia e assim prestar contas à sociedade pelo uso do patrimônio público, constituído dos recursos naturais, humanos e o direito de conviver e usufruir dos benefícios da sociedade em que atua” (IUDÍCIBUS et al, 2010, p. 7-8).

O Balanço Social, portanto, cumpre o papel de demonstrar o respeito da companhia para com a sociedade, e os recursos naturais oferecidos pela região em que atua, bem como suas atitudes para influenciar diretamente no convívio social e na rotina das pessoas que a cercam, além de seus próprios colaboradores.

Na próxima seção, são abordados os conceitos e as metodologias de cálculo do EBITDA, apresentadas por autores da literatura específica, e pelas normas aplicáveis.

## 2.2 CONCEITOS E METODOLOGIAS DO EBITDA

Nesta seção são apresentados os conceitos do *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), bem como sua metodologia de cálculo, conforme a literatura especializada e normas aplicáveis, que servirão como base para a aplicação da pesquisa e análise dos dados.

### 2.2.1 Conceitos de EBITDA

Há diversas razões para que empresários e analistas desejem conhecer o valor de suas companhias, ou mesmo a capacidade de geração de caixa de seu negócio. Seja para venda da companhia ou de parte de suas ações, ou até mesmo por curiosidade do proprietário, que anseia por conhecer o poder de gerar lucros de seu negócio. Há também diversas maneiras de se mensurar este valor, e uma delas é o EBITDA.

Iudícibus (2010) considera o EBITDA um indicador amplamente aceito, que passou a ser analisado na década de 70 nos EUA e posteriormente no Brasil. Seu uso foi intensificado após a redução da inflação, juntamente com o aquecimento do mercado de ações. Em uma tradução literal, EBITDA significa Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciações e

Amortizações (LAJIDA), sendo que neste trabalho será considerado apenas como EBITDA. Para o mesmo autor (2010, p. 247),

(...) esse indicador não representa o valor de caixa, porém a capacidade que a empresa tem para a formação de resultado operacional. Isso porque, *a priori*, o cálculo está embasado nas demonstrações de resultado que é formada sob a ótica do Princípio Contábil da Competência. [grifos do autor]

Assim sendo, não se deve misturar o conceito de fluxo de caixa com o do EBITDA. O indicador é calculado com base nas Demonstrações Financeiras, que obedecem ao princípio da competência, ou seja, isso impossibilita o cálculo do fluxo de caixa financeiro.

Bruni (2010, p. 60-61) conceitua EBITDA como

Uma medida de fluxo de caixa contábil, não considerando gastos não desembolsáveis com depreciação e amortização. Seria uma medida do caixa disponível para todos os financiadores e o Fisco, caixa este calculado sob uma perspectiva contábil mais simplificada, e representaria o quanto a empresa gera de recursos apenas em sua atividade, sem levar em consideração gastos não desembolsáveis ou efeitos financeiros e de impostos. É um indicador para avaliar a qualidade operacional da empresa, o que corresponde aos ganhos decorrentes de seus ativos.

Portanto, o indicador representa uma forma de medição da geração de caixa, que desconsidera todos os gastos que não são desembolsados pela companhia. O EBITDA apresenta o ganho que a companhia tem com sua atividade.

Para Padoveze e Benedicto (2010, p. 246), o EBITDA é “um conceito de geração bruta operacional de caixa (...). Em resumo, o EBITDA é o lucro operacional mais as depreciações e amortizações”. Assim sendo, o EBITDA é um indicador que demonstra a geração de caixa de determinada companhia.

De acordo com Szuster et al (2008), o EBITDA é uma medida polêmica entre os analistas, principalmente porque é necessário que os investidores observem que, para eles, principalmente, é importante o lucro líquido e a capacidade de distribuição de lucros como dividendos, que só irá ocorrer após o pagamento de juros e impostos.

Conforme Szuster et al (2008), há os defensores do EBITDA, que defendem que o valor medido pelo indicador “não é afetado por variáveis específicas de cada país, como taxas de juros, regras de depreciação e, principalmente as complexas diferenças entre as leis tributárias”. Isto acaba tornando o EBITDA uma opção para a comparação entre companhias, medindo o resultado operacional de cada uma delas de maneira mais equivalente. Para Assaf Neto (2010), o EBITDA demonstra o resultado do negócio, desconsiderando-se a forma como este resultado é financiado.

Segundo Matarazzo (2010, p. 256), o EBITDA “ficou famoso entre os analistas e jornalistas de mercado devido à facilidade de exposição, granjeando uma fama de ‘número

mágico' dentre as centenas de números das demonstrações financeiras, porém ele não tem nenhuma precisão". Conforme o autor (2010), o conceito de EBITDA é confuso, e não tem uma definição formal e obrigatória, o que pode levar ao erro. Tal autor recomenda, ainda, que o indicador seja descartado da análise e substituído apenas pela Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC).

Ainda sobre a utilização do EBITDA, Padoveze e Benedicto (2010, p. 247) acrescentam que "por não considerar os juros como elementos redutores da geração de lucro, o EBITDA só pode ser utilizado para alguma análise de rentabilidade com o ativo operacional líquido. O foco é a geração operacional de lucro, e não a geração de lucro para o acionista". Sendo assim, o EBITDA pode ser utilizado como um indicador de lucratividade. Santi Filho (2004) aconselha que o EBITDA seja estudado observando as atividades operacionais da companhia, e considerando as individualidades de cada uma delas.

Conforme Silva (2010), um EBITDA negativo é sinal de alerta, uma vez que neste resultado provavelmente serão deduzidas mais despesas. Porém, um EBITDA positivo não é o suficiente para finalizar uma análise em relação à companhia. Para Santi Filho e Olinquevitch (2004, p. 224), "Acertada ou não a crítica dos analistas, o fato é que o EBITDA parece ter sido incorporado, pelas empresas, como um conceito de análise financeira importante", isto porque além de ser citado pelos analistas, o indicador pode ser encontrado em grande parte das Demonstrações Financeiras divulgadas.

De acordo com o estudo realizado por Soares (2006) no ano de 2005, 61% das companhias listadas no nível Novo Mercado de governança corporativa da BOVESPA divulgaram o EBITDA. Isto demonstra que, desde então, este já era um indicador popular entre determinadas companhias de capital aberto, apesar da constante divisão de opiniões entre os autores. Na próxima subseção, são apresentadas as metodologias de cálculo do EBITDA.

### **2.2.2 Metodologias de cálculo do EBITDA**

Apesar da popularidade do EBITDA entre as companhias que divulgam suas Demonstrações Financeiras, bem como entre os analistas de mercado, o indicador não tem uma legislação que obrigue a sua publicação. No ofício circular n.º 01, de 2007, publicado em 14 de fevereiro, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), tal órgão orienta desde então as companhias a divulgarem o indicador respeitando um padrão. Conforme a redação do



próprio ofício, este procura incentivar a divulgação do indicador, ao mesmo tempo em que objetiva antecipar uma futura regulamentação por parte da CVM.

Quanto aos itens a serem incluídos ou excluídos do cálculo do EBITDA, o item 1.9.7 do Ofício Circular n.º 01/2007 da CVM discorre que

De uma forma geral, as receitas financeiras deverão ser excluídas do cálculo do Lajida/Ebitda. É freqüente que a acumulação de montantes excessivos de disponível esteja fora do ciclo de negócios habitual da empresa – visando antes, por exemplo, uma aquisição futura. As eventuais inclusões de receitas financeiras na construção do Lajida/Ebitda deverão se limitar àqueles casos em que isso melhor represente os itens envolvidos no ciclo do negócio, como é costumeiro, por exemplo, no caso do ramo varejista.

Outros itens também poderão ser considerados na elaboração do Lajida/Ebitda, desde que representem receitas ou despesas diretamente vinculadas ao negócio e que sejam recorrentes, ou seja, as que se espera que sejam auferidas ou incorridas nos próximos exercícios. Eventualmente poderão ser consideradas despesas ou receitas não recorrentes no cálculo, desde que o administrador explicitar os motivos e as bases que o levaram a optar pela inclusão dessas despesas ou receitas que, em todo caso, deverão ser claramente identificadas e individualizadas. (...)

Em qualquer hipótese, presume-se que o administrador pretende apresentar a medição que melhor represente a eficiência da sua gestão mas, em contrapartida, assume a responsabilidade de divulgar os objetivos a serem atingidos e a relação com as outras medições contábeis apresentadas.

O documento reforça que todas as medições não contábeis que forem apresentadas pelas companhias devem ser acompanhadas de uma explicação completa de seus cálculos e componentes, mas não esclarece a natureza das despesas ou receitas não recorrentes que, conforme a redação, poderiam eventualmente ser consideradas.

Em 18 de outubro de 2010, a CVM publicou o Edital de Audiência Pública SNC n.º 13/2010, que repetia parte da redação do Ofício Circular n.º 01/2007. Este Edital era finalizado com uma solicitação de sugestões e comentários sobre o assunto, que poderiam ser enviados por correio eletrônico ou postal, até o dia 18 de novembro de 2010, para posterior análise. No dia 21 de setembro de 2011, conforme contato por correio eletrônico feito com o canal de atendimento da CVM, (MORITZ, 2011), as sugestões ainda estavam em período de análise.

Santi Filho e Olinquevitch (2004, p. 224) corroboram, afirmando que “não é compreensível que um conceito de tão grande importância e tradicional na literatura financeira não tenha sido contemplado pelas normas que tratam do assunto”. Assim sendo, apesar de grande popularidade entre os autores e as companhias, o indicador até 2011 não recebeu devida atenção dos órgãos responsáveis.

Em outubro de 2012, foi aprovada e divulgada a Instrução Normativa CVM n.º 527, de 04 de outubro de 2012, que dispõe sobre a divulgação voluntária de informações acerca do EBITDA. De acordo com a Instrução, o indicador, quando divulgado, deve ter como base os

valores publicados nas Demonstrações Financeiras (CVM, 2012). O EBITDA, conforme tal instrução, deve ser sempre acompanhada de uma conciliação, ou seja, um detalhamento do cálculo, e também não pode incluir ou excluir valores não recorrentes do indicador (CVM, 2012).

A Normativa divulgada no ano de 2012 corrobora as instruções de grande parte dos autores da área, conforme será detalhado posteriormente nesta seção, e é válida para todos os exercícios sociais iniciados a partir do ano 2012, não abrangendo, então, os exercícios sociais analisados nesta pesquisa.

Conforme Bruni (2010, p. 61), o EBITDA “costuma ser calculado a partir do Lajir ou Ebit (...). O Lajir corresponde ao lucro na atividade. A sua diferença para o Lajida refere-se apenas à depreciação e amortização”. Neste caso, o EBITDA seria o EBIT acrescido das depreciações e amortizações.<sup>5</sup>

Iudícibus (2010) demonstra, conforme a tabela a seguir, a forma de cálculo do EBITDA por meio da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), na qual pode-se verificar a diferença entre o EBIT e o EBITDA.

**Tabela 1 – Cálculo do EBITDA a partir da Demonstração do Resultado do Exercício**

Demonstração do resultado	Equação	R\$
Receita bruta	a	1.600.000
Deduções da receita	b	160.000
<b>Receita líquida</b>	<b>c = a - b</b>	<b>1.440.000</b>
CMV <sup>[1]</sup>	d	864.000
<b>Lucro bruto</b>	<b>e = c - d</b>	<b>576.000</b>
Despesas operacionais	f	250.000
<b>EBITDA</b>	<b>g = e - f</b>	<b>326.000</b>
Depreciações	h	60.000
EBIT <sup>[2]</sup>	i = g - h	266.000
Receitas financeiras	j	1.500
Despesas financeiras	k	52.760
Lucro antes do IR e da CSLL <sup>[3]</sup>	l = i + j - k	214.740
IR + CSLL	m	59.272,80
<b>Lucro líquido</b>	<b>n = l - m</b>	<b>155.467,20</b>

Notas: <sup>[1]</sup>Custo das Mercadorias Vendidas (CMV).

<sup>[2]</sup>Earning Before Interests and Taxes (EBIT).

<sup>[3]</sup> Imposto de Renda (IR); Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido (CSLL).

Fonte: Adaptado de Iudícibus (2010).

Silva (2010, p. 194), que sugere a mesma metodologia de cálculo que os autores Bruni e Iudícibus, previamente citados, considera que o EBITDA “é uma medida de *performance* operacional, que considera as receitas operacionais líquidas, menos os custos e as despesas

<sup>5</sup> Earning Before Interests and Taxes (EBIT) é equivalente ao Lucro Antes do Imposto de Renda (LAJIR).

operacionais, exceto as depreciações e amortizações” [grifo do autor]. Sendo assim, o EBITDA é um indicador capaz de medir a rentabilidade das operações, desconsiderando o impacto de alguns itens da DRE.

Szuster et al (2008) ainda apresentam outra forma de cálculo, igualmente aceita e que resulta no mesmo resultado, na qual começa-se pelo Lucro Líquido apresentado na DRE, e neste são acrescidos o Imposto de Renda (IR), o resultado financeiro líquido e as despesas com depreciação e amortização. Segundo o Ofício Circular CVM n.º01/2007 esta metodologia seria chamada de Reconciliação do EBITDA com o Lucro Líquido, por começar pelo final da DRE, ou seja, pelo Lucro Líquido.

A tabela a seguir apresenta a reconciliação do EBITDA, utilizando-se dos mesmos valores informados na Tabela 1.

**Tabela 2 – Reconciliação do EBITDA com o Lucro Líquido**

<b>EBITDA</b>	<b>Equação</b>	<b>R\$</b>
<b>Lucro Líquido<sup>[1]</sup></b>	a	<b>155.467,20</b>
Despesas Financeiras	b	52.760,00
Receitas Financeiras	c	1.500
Depreciação	d	60.000
IR + CSLL <sup>[2]</sup>	e	59.272,80
<b>EBITDA</b>	<b>f = a+b-c+d+e</b>	<b>326.000</b>

Notas: <sup>[1]</sup> O Lucro Líquido é separado da participação repassada aos acionistas minoritários de acordo com o programa de computador *Economática*, do qual são obtidos os dados utilizados nesta pesquisa.

<sup>[2]</sup> Imposto de Renda (IR); Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido (CSLL).

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Iudícibus (2010).

Como pode-se observar, os dois métodos podem ser igualmente aceitos, por apresentarem o mesmo resultado, desde que sejam considerados os mesmos dados, observando-se sempre as Notas Explicativas no caso de alguma ressalva.

Iudícibus (2010, p. 247-248) acrescenta que

Vem sendo observado pelas entidades representativas do mercado de capitais que a informação do 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 quando a sua integração ou conciliação com 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.

Ainda de acordo com o Iudícibus (2010), esses ajustes particulares refletem a visão de lucro operacional de cada companhia, considerando suas particularidades, mas dificulta a padronização e comparação entre indicadores de diferentes companhias, sendo esta uma das bases utilizadas para a realização do presente trabalho.

Os modelos de cálculo apresentados por Iudícibus (2010), que são o cálculo por meio da DRE e por meio da reconciliação do EBITDA, são os mesmos apresentados por outros autores citados nesta seção. Existem autores que defendem a adição ou exclusão de outras despesas e receitas que não representam saídas de caixa. No entanto, tais adições e exclusões dificultam a comparação do indicador entre as companhias, e resultam na falta de padronização na publicação do mesmo. Para fins de análise de resultados nesta pesquisa, será adotado o método apresentado por Iudícibus (2010) de cálculo do EBITDA.

Na seção 2.2 e em suas subseções, foram apresentados os conceitos de apuração do EBITDA e foi também definida a metodologia amplamente aceita a ser utilizada. Atinge-se assim o objetivo específico “a”<sup>6</sup>. Na próxima seção, são apresentadas algumas formas de classificação setorial, nacionais e internacionais. É também definida qual destas formas de classificação é adotada neste trabalho monográfico.

### 2.3 SETORES DE ATIVIDADES DE COMPANHIAS

Nesta seção são expostos alguns dos motivos para a utilização de uma classificação setorial, além de exemplos de sua utilização. São detalhadas algumas das classificações setoriais existentes, nacionais e internacionais, bem como é determinada e apresentada a classificação adotada na presente pesquisa.

Não há, precisamente, uma data na qual as bolsas de valores começaram a operar, mas segundo Toledo Filho (2006), elas surgiram após o crescimento da negociação com títulos públicos. As bolsas, conforme o autor (2006), iniciaram negociando títulos, principalmente ações, e após a Revolução Industrial, houve grande necessidade de recursos, o que obrigou os empresários a buscar dinheiro público, o que era feito por intermédio das bolsas.

No Brasil, primeiramente existiram os corretores, conforme Toledo Filho (2006), a primeira bolsa foi a do Rio de Janeiro, que na época era o Distrito Federal. A bolsa de São Paulo, que posteriormente ficou conhecida como Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), surgiu em 1890, de acordo com Pinheiro (2009, p. 316). Segundo tal autor, nela “são regularmente negociadas ações de companhias abertas, opções sobre ações, direitos e dividendos sobre ações, bônus de subscrição e cotas de fundos”. São algumas das companhias listadas na BM&FBOVESPA que compõem a amostra deste trabalho.

---

<sup>6</sup> “apresentar os conceitos e as metodologias de cálculo do EBITDA, visando encontrar uma metodologia amplamente aceita”.

Um investidor em potencial, antes de escolher a companhia na qual investir, pode realizar uma pesquisa entre as possíveis candidatas, de acordo com seus critérios pessoais, ou indicação de um analista de mercado. O analista, por sua vez, pode fazer comparações entre as companhias de capital aberto, de modo a conseguir emitir um parecer e definir sua opinião. No caso da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), se este estudo for realizado com o total de companhias disponíveis, poderá caracterizar um trabalho muito numeroso, que demandaria tempo e esforço em excesso. Para facilitar estes procedimentos, são criados agrupamentos, os chamados setores empresariais.

Segundo Losekann (2008), “do ponto de vista econômico, o agrupamento de empresas de acordo com o ramo de atividade [...] serve como base para a compreensão das características e relações das empresas nos mercados em que vendem ou compram”. Deste modo, um agrupamento setorial facilita a análise do conjunto de companhias, bem como a comparação de uma sociedade com suas similares.

Losekann (2008), afirma que dentre as aplicabilidades de uma classificação setorial destacam-se três: a construção de arquivos com ativos globais, como uma estratégia de investimento que considera a diversificação das companhias; a análise econômico-financeira de companhias, com o objetivo de aplicar diversos indicadores em companhias com comportamento semelhante; e a formação de grupos de controles, os quais são frequentemente utilizados em pesquisas acadêmicas, nos modelos experimentais.

De acordo com Losekann (2008, p. 16),

geralmente, a classificação setorial é utilizada sob o pressuposto de que as empresas pertencentes a um mesmo setor de atividade apresentam características similares. [...] Este pressuposto está diretamente associado ao grau de informação disponível sobre as variáveis que condicionam o comportamento das empresas em geral, uma vez que o agrupamento de empresas procura estruturar as informações de um segmento específico da atividade econômica, visando orientar a ação dos agentes que atuam motivados por múltiplos interesses.

Deste modo, consideram-se para a classificação setorial características que demonstrem comportamentos semelhantes entre as companhias, formando um grupo tão homogêneo quanto possível. No contexto da presente pesquisa, a classificação setorial é considerada de modo a entender as possíveis peculiaridades setoriais no cálculo do *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), além de servir como método de divisão da amostra da pesquisa, que foi mencionada no capítulo de Introdução, na seção 1.4 de Metodologia, e que é detalhada ainda nesta seção.

Com o intuito de medir, entre as companhias listadas na BM&FBOVESPA, a que obteve maior maximização da riqueza dos investidores, Assaf Neto (2003) realizou um estudo

que destacaria os setores de atividades que obtivessem os melhores desempenhos dentro do período analisado (1996-2002), o que ilustra uma das possíveis utilizações da classificação setorial. Neste estudo, o autor (2003) agrupava os dados e medidas calculadas por setor, utilizando para esta separação a base de dados do programa de computador *Economática*, bem como a classificação setorial deste programa.

Franco, Carvalho e Carvalho (2006) afirmam que elencar as companhias por ordem de algum indicativo setorial, envolve a identificação de semelhanças de comportamento das companhias, de modo a classificá-las em um mesmo grupo. Tal trabalho (2006), apresenta uma proposta de agregação setorial, baseado em resultados e esforços das companhias dos sub-setores da Classificação Nacional de Companhias (CNAE) (detalhada posteriormente nesta seção).

Na pesquisa realizada por Assaf Neto (2003), a classificação setorial auxilia na comparação de grandes grupos, uma vez que a análise individual de companhias dificultaria a comparabilidade, resultando em grande volume de dados. O autor (2003) apenas utiliza indicadores e informações dos setores como um todo, sem detalhar as companhias pertencentes a estes, e seus resultados.

No que diz respeito à classificação setorial das companhias listadas na BM&FBOVESPA, existe uma classificação elaborada pelo próprio órgão. Conforme informações publicadas pela BM&FBOVESPA (2012), esta classificação foi elaborada com base nos produtos ou serviços desenvolvidos pelas companhias listadas, com o intuito de facilitar o acesso às informações por parte dos investidores e candidatos a investidores, bem como permitir uma maior comparabilidade entre estas.

Segundo a BM&FBOVESPA (2012),

para a classificação das empresas, foram analisados os produtos ou serviços que mais contribuem para a formação das receitas das companhias, considerando-se, ainda, as receitas geradas no âmbito de empresas investidas de forma proporcional às participações acionárias detidas.

No caso de companhias de participação, foi considerada a contribuição de cada setor na formação das receitas consolidadas, sendo que: se algum setor representou participação maior ou igual a dois terços das receitas, a empresa de participação foi classificada nesse setor; caso contrário, a empresa de participação foi classificada como holding diversificada.

Desta forma, todas as companhias listadas na BM&FBOVESPA tornam-se participantes de algum setor empresarial. Além disto, as classificações setoriais feitas pela BM&FBOVESPA são objeto de revisões e reclassificações periódicas (BM&FBOVESPA, 2012).

A BM&FBOVESPA classifica suas companhias em dez setores: Bens Industriais; Construção e Transporte; Consumo Cíclico; Consumo não Cíclico; Financeiro e Outros; Materiais Básicos; Petróleo, Gás e Biocombustíveis; Tecnologia da Informação; Telecomunicações; e Utilidade Pública. Estes setores, ao todo, são divididos posteriormente em 48 subsetores.

Existem ainda outras formas de classificação setorial. O Governo Federal, sob a coordenação da Secretaria da Receita Federal (SRF) e orientação técnica do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) criou a CNAE, que, conforme Losekann (2008, p. 21) “é a classificação oficialmente adotada pelo Sistema Estatístico Nacional na produção de estatísticas por tipo de atividade econômica, e pela Administração Pública, na identificação da atividade econômica em cadastros e registros de pessoa jurídica”, além de auxiliar na padronização de critérios estabelecidos pelos órgãos da Administração Tributária (RFB, 2012).

De acordo com o IBGE (2012) a CNAE conta com 21 classificações setoriais, chamadas de seções. Estas seções são divididas em 87 divisões, 285 grupos, 673 classes e 1.301 subclasses, formando assim uma classificação detalhada e volumosa.

O CNAE tem seu semelhante nos Estados Unidos da América (EUA): o *North American Industry Classification System* (NAICS), ou em uma tradução livre, sistema de classificação empresarial da América do Norte. O NAICS surgiu após a criação do *North American Free Trade Agreement* (NAFTA). O NAICS é utilizado como padrão federal para a classificação estatística de companhias, no propósito de coletar, analisar e publicar dados estatísticos relacionados ao ramo empresarial dos EUA (NAFTA, 2012).

Além da classificação setorial disponibilizada pela BM&FBOVESPA, e das demais mencionadas, o programa *Economática*, conforme mencionado na pesquisa de Assaf Neto (2003), oferece uma classificação setorial diferenciada. A classificação setorial do *Economática* conta com 20 setores. De acordo com informações constantes no *Economática* (2012), esta classificação contempla a união de dois métodos: o NAICS e outra nomeada Eco, que foi elaborada pelos próprios desenvolvedores do programa, formando assim um terceiro método de agrupamento. Como especificado anteriormente nesta seção, para fins deste trabalho monográfico, será utilizada apenas a classificação da BM&FBOVESPA, embora os dados tenham sido coletados no referido programa de computador.

No que diz respeito às companhias participantes da amostra deste trabalho, conforme já mencionado no primeiro capítulo, seção 1.4 (Metodologia), foram selecionadas todas as companhias listadas na BM&FBOVESPA, que divulgaram seu EBITDA no período

analisado, considerando-se os setores classificados pela própria BM&FBOVESPA. Foram então divididos os setores, de modo a manter cada acadêmico com número semelhante de companhias para o estudo, cabendo ao acadêmico Rafael Hoffmann a amostra contendo 129 companhias, divididas em quatro setores, e ao autor deste trabalho a amostra que contém 128 companhias, estando estas divididas em seis setores, que são detalhados no próximo capítulo.



### 3 RESULTADOS DA PESQUISA

Apresentados os conceitos inerentes a análise realizada neste trabalho, são agora apresentados os resultados da pesquisa. Inicia-se com a caracterização da amostra utilizada, seguida da forma de obtenção e coleta dos dados necessários para a pesquisa. Por fim, são apresentados os resultados da análise dos dados. Estes resultados abrangem a comparação entre o *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) apresentado pelas companhias e o calculado de acordo com uma metodologia amplamente aceita, acompanhados de análises e considerações.

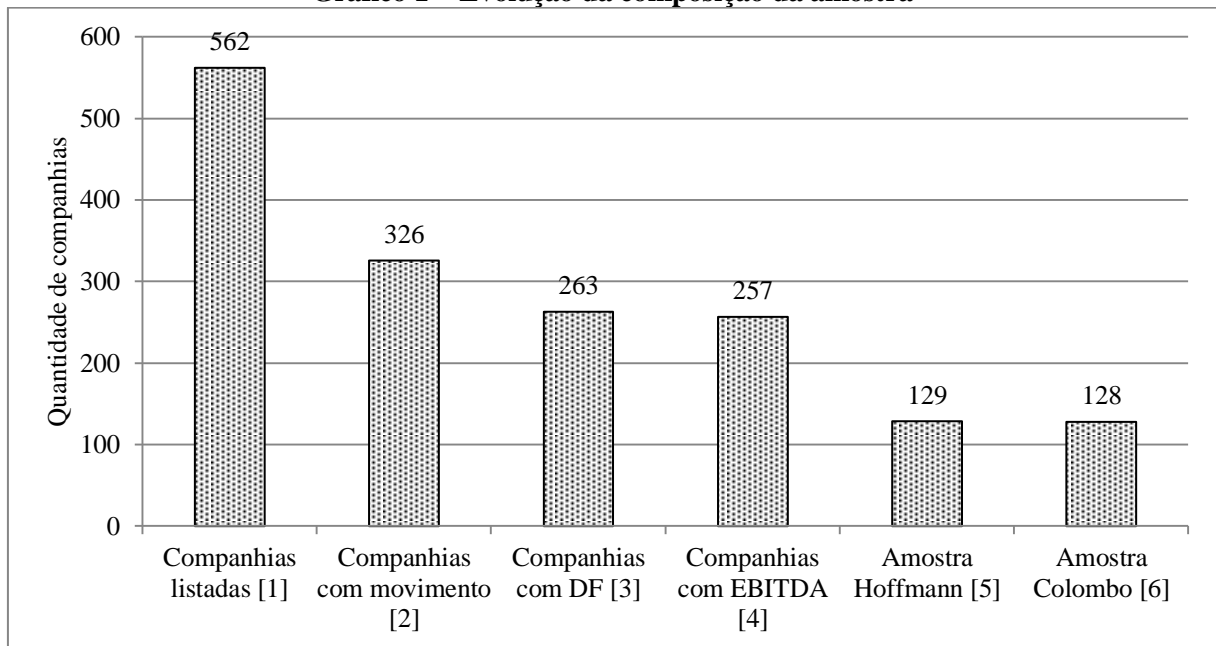
#### 3.1 CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA POR SETORES

As informações apresentadas nesta seção englobam a definição das companhias e do período a serem analisados na pesquisa, juntamente com a divisão setorial entre os acadêmicos participantes do grupo de estudos.

Conforme mencionado em capítulos anteriores, esta pesquisa é realizada por meio de um grupo de estudos com o acadêmico Rafael Hoffmann. Para a composição da amostra foi utilizado o programa de computador *Economática*, disponibilizado pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC) no Laboratório de Mercado de Capitais (LABMEC). Com este programa, pode-se coletar dados desejados de todas as companhias listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), a começar pelos dados cadastrais destas.

O gráfico a seguir demonstra a evolução da composição da amostra, com base nos dados coletados no *Economática*, a cada fase deste processo.

Gráfico 1 – Evolução da composição da amostra



Notas: <sup>[1]</sup> Total de companhias listadas na BM&FBOVESPA, de acordo com o programa *Economática*.

<sup>[2]</sup> Companhias com movimentação entre os anos de 2007 e 2011.

<sup>[3]</sup> Companhias com as Demonstrações Financeiras publicadas em pelo menos um dos anos da amostra.

<sup>[4]</sup> Companhias que, segundo o *Economática*, calculam o EBITDA.

<sup>[5]</sup> Amostra analisada por Hoffmann (2012).

<sup>[6]</sup> Amostra analisada neste trabalho monográfico.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do *Economática*.

Utilizando-se do *Economática*, foram localizadas ao todo 562 companhias. Destas companhias, foram consideradas apenas as que possuem atividade na Bolsa, no período compreendido entre os anos de 2007 e 2011, período analisado no trabalho, restando então 326.

Das companhias restantes, foram eliminadas as que, de acordo com o *Economática*, não calculam o *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA), restando então 263 companhias. Também foram excluídas da amostra as companhias que não divulgaram seus relatórios em nenhum dos anos da amostra em seu endereço eletrônico ou no sítio da BM&FBOVESPA.

Após realizada esta seleção, restaram então 257 companhias, distribuídas em dez setores, que compõem a população desta pesquisa, conforme verifica-se nos quadros a seguir.

**Quadro 1 – Companhias componentes da amostra do acadêmico Rafael Hoffmann**

<b>Setor BM&amp;FBOVESPA (n.º de companhias)</b>	<b>Nome da companhia</b>
Bens Industriais (30)	Bardella; Baumer; Cobrasma; Contax; Csu Cardsystem; DHB; Dcom Direct; Embraer; Forjas Taurus; Fras-Le; Inds Romi; Inepar; Iochp-Maxion; Kepler Weber; Lupatech; Marcopolo; Metal Leve; Metalfrio; Metisa; Minasmaquinas; Plascar Part; Randon Part; Recrusul; Riosulense; Schulz; Tupy; Valid; Weg; Wetzel S/A; Wlm Ind Com
Consumo Não-Cíclico (30)	Ambev; Amil; Bombril; BRF Foods; Cacique; Cremer; Dasa; Dimed; Excelsior; Hypermarcas; Iguacu Café; JBS; Josapar; Laep; M. Diasbranco; Marfrig; Minupar; Natura; Oderich; Odontoprev; P.Acucar-Cbd; Profarma; RaiaDrogasil; Rasip Agro; Renar; Sao Martinho; SLC Agricola; Souza Cruz; Tempo Part; V-Agro
Materiais Básicos (32)	Aliperti; Braskem; Celul Irani; Duratex; Elekeiroz; Eucatex; Fer Heringer; Ferbasa; Fibria; Gerdau; Gerdau Met; GPC Part; Klabin S/A; Litel; M G Poliest; Magnesita SA; Mangels Indl; Met Duque; Millennium; MMX Miner; Panatlantica; Paranapanema; Petropar; Providencia; Sansuy; Sid Nacional; Suzano Hold; Suzano Papel; Tekno; Unipar; Usiminas; Vale
Utilidade Pública (37)	AES Elpa; AES Tiete; Afluente; Ampla Energ; Casan; Ceee-D; Ceee-Gt; Ceg; Celesc; Celpa; Celpe; Cemat; Cemig; Cesp; Coelba; Coelce; Comgas; Copasa; Copel; CPFL Energia; Elektro; Eletrobras; Eletropar; Eletropaulo; Emae; Energias BR; Energisa; Ger Paranap; Light S/A; MPX Energia; Neoenergia; Rede Energia; Renova; Sabesp; Sanepar; Taesa; Tractebel

Fonte: Elaborado pelos autores a partir de dados do *Economática* (2012).

O Quadro 1 demonstra as companhias participantes da amostra do acadêmico Rafael Hoffmann. A seguir apresenta-se um quadro com as companhias participantes da amostra deste trabalho monográfico.

**Quadro 2 – Companhias componentes da amostra do acadêmico Valter Luís Barbieri Colombo**

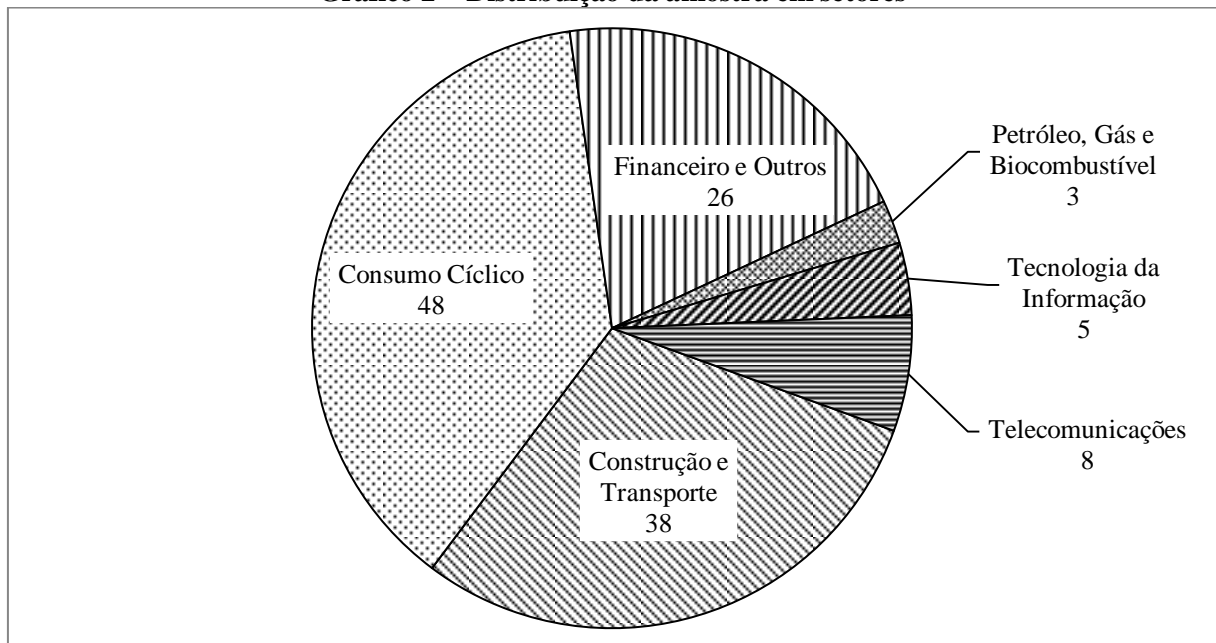
<b>Setor BM&amp;FBOVESPA (n.º de companhias)</b>	<b>Nome da companhia</b>
Construção e Transporte (38)	All Amer Lat; BR Brokers; Brookfield; CC Des Imob; CCR SÃO; Const A Lind; Cr2; Cyrela Realty; Direcional; Doc Imbituba; Ecorodovias; Eternit; Even; Eztec; Gafisa; Gol; Helbor; JHSF Part; Lix da Cunha; LLX Log; Log-In; Lopes Brasil; Mendes Jr; MRV; OHL Brasil; PDG Realt; Rodobensimob; Rossi Resid; Santos Brp; Sondotecnica; Sultepa; Tam S/A; Tecnisa; Tegma; Trisul; Triunfo Part; Viver; Fer C Atlant
Consumo Cíclico (48)	Alpargatas; Anhanguera; B2W Varejo; BHG; Bic Monark; Brasmotor; Buettner; Cambuci; Cedro; Cia Hering; Coteminas; Dohler; Encorpar; Estacio Part; Estrela; Fab C Renaux; Grazziotin; Grendene; Guararapes; Hercules; Hotéis Othon; Ind Cataguas; Karsten; Kroton; Le Lis Blanc; Localiza; Lojas Americ; Lojas Hering; Lojas Marisa; Lojas Renner; Marisol; Mundial; Net; Pettenati; Pq Hopi Hari; Pro Metalurg; Santanense; Saraiva Livr; Schlosser; Springer; Springs; Tectoy; Teka; Viavarejo; Vicunha Text; Vulcabras; Wembley; Whirlpool
Financeiro e Outros (26)	Alfa Consorc; Alfa Holding; Aliansce; Battistella; BR Malls Par; BR Properties; Bradespar; Brasilagro; Cemepe; Cielo; Cims; Cyre Com-Ccp; Generalshopp; Gp Invest; Habitasul; Iguatemi; Invest Bemge; Itausa; Mont Aranha; Multiplan; Par Al Bahia; Polpar; Porto Seguro; Redecard; São Carlos; Ultrapar
Petróleo, Gás e Biocombustíveis (3)	OSX Brasil; Pet Manguih; Petrobras;
Tecnologia da Informação (5)	Bematech; Ideiasnet; Itautec; Positivo Inf; Totvs
Telecomunicações (8)	Embratel Part; Inepar Tel; Jereissati; LF Tel; Oi; Tele Nort Cl; Telef Brasil; Tim Part S/A

Fonte: Elaborado pelos autores a partir de dados do *Economática* (2012).

As amostras foram divididas por setor, de modo que cada acadêmico do grupo de estudos ficasse com uma quantidade semelhante de companhias, sem ser necessária a subdivisão de setores. Deste modo, cabe ao acadêmico Rafael Hoffmann a análise das companhias constantes nos setores Bens Industriais; Consumo Não-Cíclico; Materiais Básicos e Utilidade Pública, totalizando 129 companhias. No presente trabalho monográfico são analisados os setores Construção e Transporte; Consumo Cíclico; Financeiro e Outros; Petróleo, Gás e Biocombustíveis; Tecnologia da Informação e Telecomunicações, totalizando 128 companhias.

O gráfico a seguir demonstra a distribuição das empresas da amostra desta pesquisa dentro dos seis setores da BM&FBOVESPA em que se classificam.

**Gráfico 2 – Distribuição da amostra em setores**



Fonte: Elaborado pelo autor à partir de dados do *Economática*.

Nesta seção foi realizada a coleta de dados do *Economática*, a identificação das companhias que apresentam o indicador e também a separação da amostra, entre o autor deste trabalho e o acadêmico Rafael Hoffmann, quem formaram um grupo de estudos para a realização desta pesquisa. Atinge-se, assim, o objetivo específico “b”<sup>7</sup>. Na próxima seção, são apresentados os EBITDA conforme divulgados pelas companhias em seus sítios eletrônicos, juntamente com análises e considerações acerca da apresentação do indicador em seus relatórios.

<sup>7</sup> “identificar, dentre as companhias listadas na BM&FBOVESPA, aquelas que divulgam o EBITDA, formando uma amostra setorizada durante o período compreendido entre os anos de 2007 e 2011”.

### 3.2 EBITDA DIVULGADO PELAS S.A.

Nesta seção são expostos os *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) divulgados pelas companhias participantes da amostra, além de informações complementares e considerações sobre o processo de coleta dos dados.

Para realizar a análise a qual este trabalho se propõe, faz-se necessário coletar os indicadores EBITDA divulgados pelas companhias de capital aberto. Estas, por sua vez, divulgam relatórios, informativos de resultados e outros documentos de diversas formas, sendo as mais comuns a página eletrônica da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), ou mesmo uma página da própria companhia, criada para facilitar a relação com os investidores.

Por padrão, nesta pesquisa utilizam-se como fonte de pesquisa do EBITDA três tipos de relatórios: o Relatório da Administração, os informativos de resultado (*releases*) e as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), divulgados em qualquer dos meios eletrônicos previamente citados. Para a coleta, foi realizada a pesquisa nos endereços eletrônicos das companhias, de modo a saber se em algum destes relatórios constava o indicador. Em caso afirmativo, este era registrado em uma planilha eletrônica, para facilitar as futuras operações.

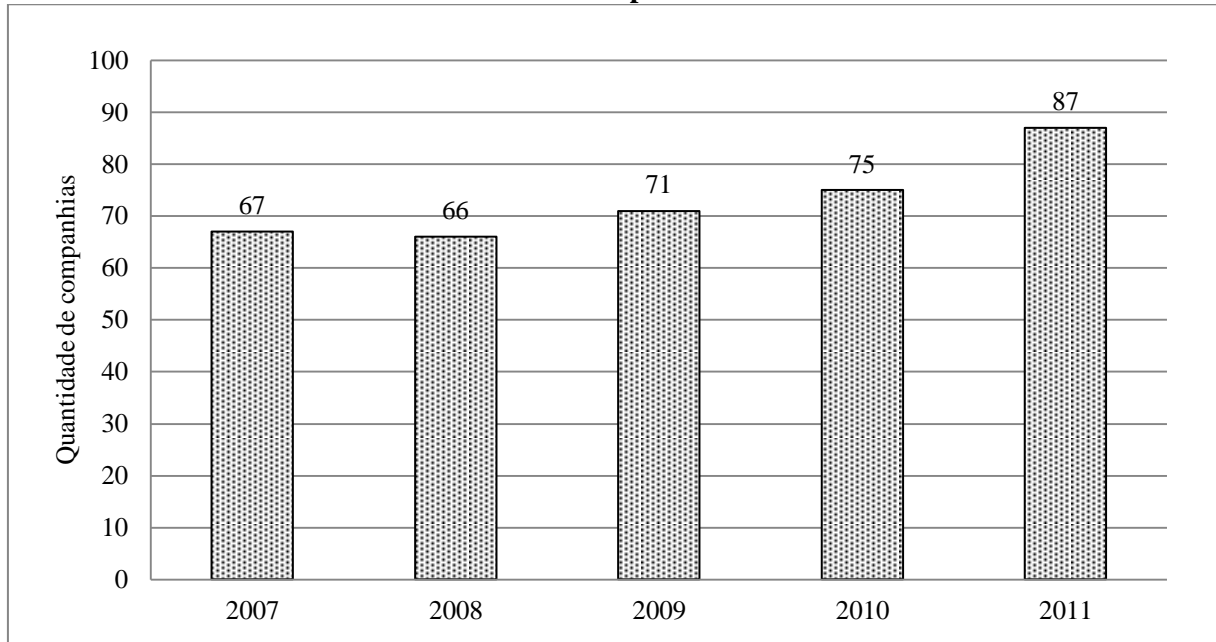
As companhias analisadas apresentaram o indicador de diversas formas, sendo as mais comuns as seguintes:

- a) o EBITDA é apresentado acompanhado de seu respectivo cálculo, ou seja, com a reconciliação, a qual possibilita o entendimento da formação deste;
- b) o EBITDA é divulgado sem a reconciliação, ou seja, é divulgado apenas o valor do indicador em algum quadro ou mesmo em uma citação dentro do texto, de modo a ilustrar o resultado obtido. Isto dificulta a compreensão da origem do EBITDA;
- c) as companhias utilizam-se do EBITDA apenas para algum processo interno, como a remuneração de gestores, entre outros, mas não expõem o valor do indicador nos relatórios; e
- d) as companhias nem ao menos citam o indicador em qualquer de seus relatórios.

Dos demonstrativos obtidos, foram coletados os EBITDA de todas as companhias que os divulgavam, para cada ano da amostra. O número de companhias que divulgaram o indicador também cresceu ao longo dos anos: em 2007, 67 apresentaram o EBITDA em seus relatórios, enquanto no último ano analisado 87 relatórios apresentavam o indicador.

O gráfico seguinte demonstra o crescimento de companhias que divulgaram o indicador em suas Demonstrações Financeiras.

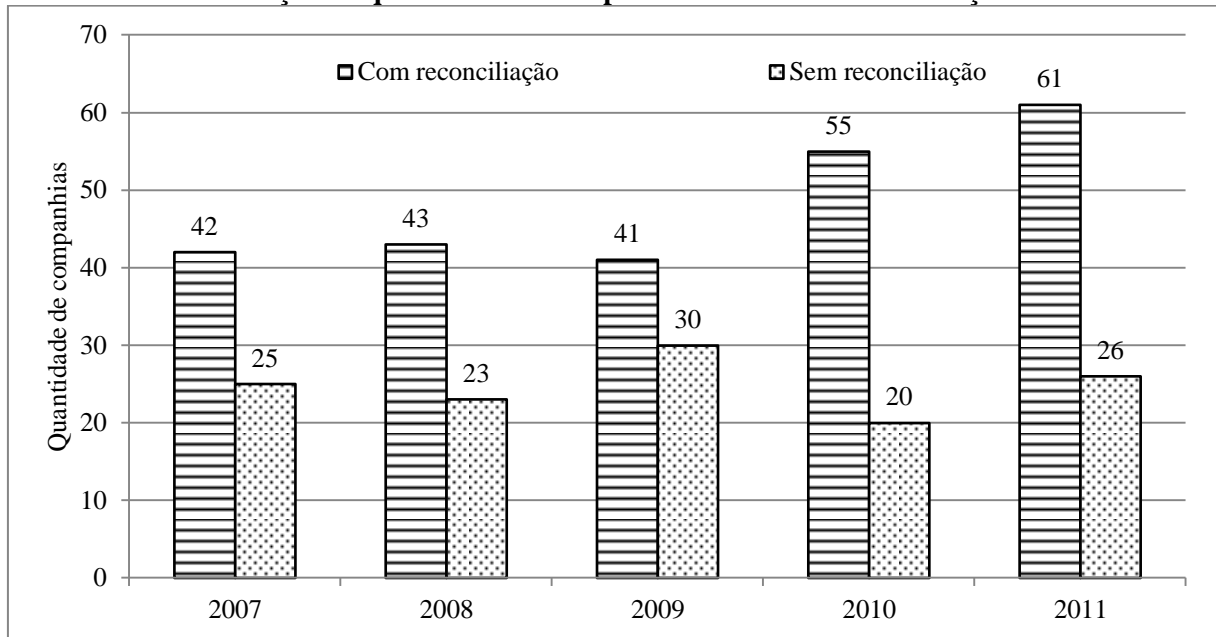
**Gráfico 3 – Crescimento do número de companhias com EBITDA em seus relatórios**



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Apêndice A.

A maior alavancagem na popularidade do indicador, de acordo com os dados analisados na amostra, acontece entre os anos de 2009 e 2011. Em 2008, 66 companhias apresentaram o EBITDA em seus relatórios, número este que cresceu para 71 no ano seguinte. Em 2010 o total de companhias com EBITDA divulgado alcançava o número de 75 companhias. No último ano da amostra, este número totalizava 87 companhias, ou seja, 68% do total.

Além do crescimento evidenciado no Gráfico 3, também pode-se considerar a quantidade de companhias que apresentaram a forma de cálculo do indicador, ou seja, a sua reconciliação. O Gráfico 4 demonstra a evolução, ano após ano, do número de indicadores com e sem a reconciliação.

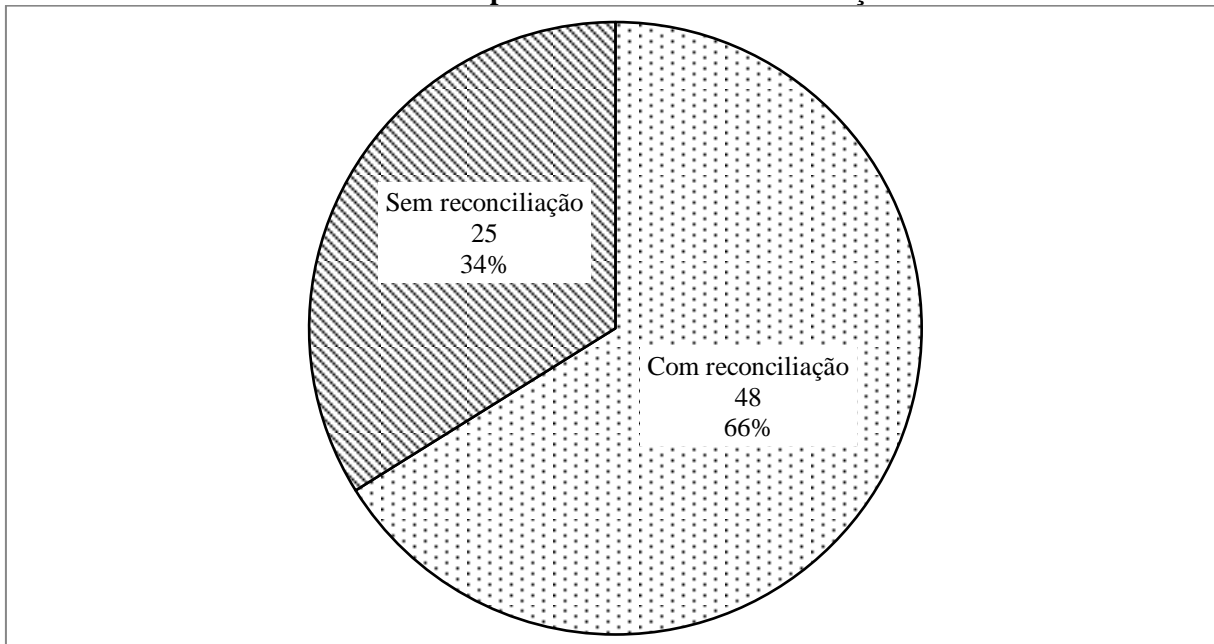
**Gráfico 4 – Evolução da quantidade de companhias com e sem reconciliação do EBITDA**

Nota: a companhia que divulga a reconciliação do EBITDA demonstra o cálculo do indicador, apresentando as variáveis utilizadas para o cálculo deste.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Apêndice A.

Em 2007, 62,7% destas companhias apresentaram a reconciliação do EBITDA. Em 2008, 65,2% das S.A. divulgaram o cálculo, ou seja, 43 das 66 companhias. No ano seguinte, 41 companhias divulgaram o cálculo do indicador, número este que representa 57,7% do total. Nos dois últimos anos, 2009 e 2010, respectivamente, 73,3% e 70,1% das companhias apresentaram a reconciliação.

O gráfico a seguir demonstra a média de companhias com e sem a reconciliação do EBITDA ao longo do período estudado.

**Gráfico 5 – Média de companhias com e sem reconciliação do EBITDA**

Nota: número médio de empresas com e sem reconciliação do EBITDA.

Fonte: Elaborado pelo autor à partir de dados do Apêndice A.

Em média, ao longo dos cinco anos pertencentes à amostra deste trabalho, 34% das companhias que apresentaram o EBITDA em seus relatórios não divulgaram a reconciliação do indicador. Isto significa que, em média, 66% das companhias divulgaram o cálculo do EBITDA em seus relatórios entre 2007 e 2011. A divulgação da reconciliação facilita a análise e a compreensão da composição do indicador.

Entre as companhias participantes da amostra, existem também algumas companhias que detém apenas participações em outras, como por exemplo a Bradespar e a Itausa. Estas companhias divulgam em seus relatórios apenas os EBITDA das investidas, não apresentando o indicador gerado pela própria companhia.

Companhias como a Fer C Atlant, a Gol e a Tam apresentam em alguns anos apenas o indicador *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation, Amortization and Rent* (EBITDAR), que, segundo as próprias companhias, é o EBITDA acrescido também do valor de arrendamentos ou aluguéis. Estas companhias não divulgam, porém, os valores destes arrendamentos, o que impede a coleta e utilização do dado na amostra.

Os indicadores, conforme divulgados pelas companhias, em sua forma padrão ou ajustada, são apresentados a seguir, em forma de extrato do quadro que pode ser conferido por completo no Apêndice A.



**Quadro 3 – EBITDA padrão e ajustado coletado das Demonstrações Financeiras (extrato)**

Valores em milhares de reais.

Nome	2007		2008		2009		2010		2011	
	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado
Alfa Consorc	SD <sup>[1]</sup>	SD	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Alfa Holding	SD	SD	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Aliansce	29.083	34.434	49.032	51.673	69.889	72.530	129.633	ND	188.899	190.389
All Amer Lat	872.400	ND <sup>[2]</sup>	1.081.000	ND	1.101	ND	1.338.400	ND	1.494.100	ND
Alpargatas	215.400	ND	245.200	ND	297.600	ND	400.300	ND	404.500	ND
Anhanguera	ND	64.400	130.700	ND	188.600	ND	240.500	ND	ND	276.479
B2W Varejo	ND	ND	407.199	ND	488.700	ND	547.000	ND	415.400	ND
Battistella	36.963	ND	33.441	ND	22.135	ND	90.928	ND	ND	ND
Bematech	18.954	51.406	68.451	72.260	48.232	ND	58.056	ND	(46.824)	32.917
BHG	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	41.888	ND
Bic Monark	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
BR Brokers	ND	ND	65.500	ND	89.100	ND	ND	ND	151.700	ND
BR Malls Par	140.560	202.172	242.077	245.156	ND	ND	ND	ND	1.455.971	684.813
(...)										
Telef Brasil	6.214.900	ND	6.555.700	ND	5.876.800	ND	5.460.200	ND	10.383.300	ND
Tim Part S/A	2.869.900	ND	2.899.000	ND	3.063.000	ND	4.194.000	ND	4.637.000	ND
Totvs	96.402	ND	139.833	ND	249.265	ND	289.552	ND	308.683	ND
Trisul	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	75.668	ND
Triunfo Part	ND	ND	ND	ND	239.622	ND	ND	275.576	ND	286.022
Ultrapar	779.000	ND	1.079.000	ND	1.354.000	ND	1.776.000	ND	2.011.000	ND
Viavarejo	132.801	ND	ND	ND	(326.800)	ND	347.600	ND	1.092.900	ND
Vicunha Text	129.329	ND	93.317	121.094	147.000	ND	183.838	ND	171.469	ND
Viver	27.933	ND	ND	ND	45.254	45.254	141.107	140.077	16.986	120.585
Vulcabras	357.184	ND	266.769	ND	304.000	ND	ND	299.613	(131.900)	ND
Wembley	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Whirlpool	SD	SD	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Fer C Atlant	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND

Notas: <sup>[1]</sup> Companhias sem Demonstrações Financeiras publicadas neste ano.<sup>[2]</sup> Companhias sem o EBITDA divulgado em suas demonstrações.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados das Demonstrações Financeiras das companhias participantes da amostra (2007 a 2011).

Conforme previamente citado, foram coletados os indicadores padrão divulgados pelas companhias, além dos indicadores ajustados, ou seja, aqueles que sofreram alguma alteração pela sociedade em sua composição. Na análise dos dados, foi considerado primeiramente o EBITDA padrão, e caso a companhia não tenha apresentado este indicador, foi então considerado o EBITDA ajustado. Na próxima seção é abordado o processo de cálculo do EBITDA de acordo com uma metodologia amplamente aceita.

### 3.3 CÁLCULO DO EBITDA METODOLOGICAMENTE

Esta seção conta com a recapitulação da metodologia adotada como amplamente aceita, ou seja, a utilizada para o cálculo do indicador que serve como padrão neste trabalho. É apresentado também o cálculo do *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) de acordo com esta metodologia para as companhias participantes da amostra.

Conforme especificado na subseção 2.2.2, que trata da metodologia utilizada para o recálculo do EBITDA, neste trabalho é utilizada a metodologia proposta por Iudícibus (2010)<sup>8</sup>, que é ilustrada com a equação

$$EBITDA = \text{Lucro Líquido} + \text{Participação de Minoritários}^9 - \text{Receitas Financeiras} + \text{Despesas Financeiras} + \text{Imposto de Renda e Contribuição Social} + \text{Depreciação e Amortização}.$$

Baseando-se na metodologia de cálculo supracitada, foram realizados os recálculos do EBITDA de todas as companhias da amostra. A tabela seguinte apresenta, em forma de extrato do conteúdo do Apêndice B, o cálculo do EBITDA para o último ano da amostra, o ano de 2011.

<sup>8</sup> Metodologia esta que no ano de 2012 foi corroborada pela Instrução Normativa CVM n.º 527, de 04 de outubro, que dispõe sobre a divulgação voluntária de informações acerca do EBITDA.

<sup>9</sup> A participação de minoritários é segregada do Lucro Líquido pelo *Economática*. A soma destes dois valores, coletados no programa, é equivalente ao Lucro Líquido divulgado nas Demonstrações Financeiras das companhias.

Tabela 3 – Cálculo do EBITDA de 2011 para as companhias da amostra (extrato)

Valores em milhares de reais.

Nome	Lucro Líquido	Participação Minoritários <sup>[1]</sup>	Receita Financeira	Despesa Financeira	Depreciação e Amortização	IR&CS <sup>[2]</sup>	EBITDA calculado
Alfa Consorc	56.638	23.034	608.339	416.268	969	37.172	(74.258)
Alfa Holding	47.835	-	372.007	262.889	-	16.054	(45.229)
Aliansce	101.417	2.472	64.306	83.342	26.590	29.804	179.319
All Amer Lat	244.945	6.337	(1.148.335)	(233.481)	453.199	(17.136)	1.602.199
Alpargatas	307.420	1.647	91.641	62.592	54.035	31.797	365.850
Anhanguera	42.137	-	114.233	132.210	76.248	25.982	162.344
B2W Varejo	(89.168)	-	219.061	591.085	72.641	(46.243)	309.254
Battistella	(47.926)	54	8.368	76.453	34.132	2.216	56.561
Bematech	(42.428)	8	12.171	12.938	18.824	(23.995)	(46.824)
BHG	7.957	1.687	19.425	31.171	17.961	12.219	51.570
Bic Monark	23.676	336	28.803	67	204	12.494	7.974
BR Brokers	106.599	11.261	29.563	2.760	11.752	48.852	151.661
BR Malls Par	470.915	318.740	541.949	847.642	2.067	350.026	1.447.441
BR Properties	335.409	-	221.450	445.253	270	173.862	733.344
Bradespar	2.023.552	-	28.609	109.287	6	63.470	2.167.706
Brasilagro	16.724	(133)	20.332	8.058	12.840	3.330	20.487
Brasmotor	164.594	-	2.819	506	-	588	162.869
Brookfield	326.831	-	100.224	272.805	40.694	112.557	652.663
Buettner	(109.257)	-	3.724	16.104	6.847	-	(90.030)
Cambuci	6.559	164	8.967	23.093	5.792	(271)	26.370
CC Des Imob	(192.802)	-	27.214	69.653	2.380	26.981	(121.002)
CCR SA	899.372	11.397	350.535	1.273.273	434.884	443.512	2.711.903
(...)							
Springer	46.992	(1.827)	5.636	4.571	5.767	18.073	67.940
Springs	(409.919)	2.753	26.694	134.042	100.467	92.476	(106.875)
Sultepa	(2.008)	2.567	55.853	45.459	9.509	302	(24)
Tam S/A	(335.064)	73.551	2.941.572	4.142.354	730.375	78.616	1.748.260
Tecnisa	144.411	-	110.364	47.426	18.799	48.322	148.594
Tectoy	(6.777)	(11)	2.716	4.541	1.043	(326)	(4.246)
Tegma	97.378	1.692	57.882	88.870	23.641	48.195	201.894
Teka	(194.662)	17	3.082	150.618	8.231	10.893	(27.985)
Tele Nort Cl	1.895.462	-	845.483	470.384	998.025	619.162	3.137.550
Telef Brasil	4.355.318	6.881	1.103.359	1.243.051	4.585.994	1.295.475	10.383.360
Tim Part S/A	1.281.228	-	874.011	1.112.869	2.569.767	547.356	4.637.209
Totvs	168.903	480	40.527	58.274	82.484	39.069	308.683
Trisul	(40.422)	1.884	39.206	70.401	7.483	28.978	29.118
Triunfo Part	22.363	(11.475)	(547)	127.197	154.830	2.496	295.958
Ultrapar	848.764	6.023	322.372	618.876	580.076	300.900	2.032.267
Viavarejo	90.465	13.389	256.178	948.063	159.129	54.485	1.009.353
Vicunha Text	80.264	332	73.840	102.915	47.851	3.786	161.308
Viver	(114.928)	-	79.318	115.630	11.046	25.032	(42.538)
Vulcabras	(315.997)	8	21.261	131.034	107.339	(33.047)	(131.924)
Wembley	(46.498)	(290.630)	36.349	125.524	113.221	95.502	(39.230)
Whirlpool	368.678	2.986	557.061	593.029	155.477	(47.311)	515.798
Fer C Atlant	(175.196)	-	14.820	7.249	121.052	-	(61.715)

Notas: <sup>[1]</sup> Refere-se à parcela do lucro líquido da companhia que é destinada aos acionistas minoritários, que no *Economática* é separada do Lucro Líquido.

<sup>[2]</sup> Imposto de Renda e Contribuição Social (IR&CS).

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados das Demonstrações Financeiras das companhias analisadas coletados no programa de computador *Economática* (2011).

O mesmo cálculo realizado para o ano de 2011, foi realizado individualmente nos cinco anos da amostra deste trabalho e pode ser conferido por completo no Apêndice B. Atinge-se, portanto, o objetivo específico “c”<sup>10</sup>. Após realizado o cálculo dos indicadores, na próxima seção são apuradas as diferenças entre os EBITDA divulgados pela amostra e os calculados metodologicamente, previamente expostos nesta seção.

#### 3.4 APURAÇÃO DE DIFERENÇAS ENTRE OS EBITDA DIVULGADOS E OS CALCULADOS

Nesta seção são apuradas as diferenças entre os *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) apresentados pelas companhias em seus relatórios e os calculados conforme uma metodologia amplamente aceita, acompanhados de análises e considerações.

A tabela comparativa entre o EBITDA divulgado pela companhia, esteja ele em sua forma padrão ou ajustada, e o calculado nesta pesquisa no ano de 2011, bem como a apuração da diferença em valor e em percentual é apresentada a seguir, em forma de extrato do Apêndice C.

---

<sup>10</sup> “calcular o EBITDA para as S.A. da amostra, conforme uma metodologia amplamente aceita, demonstrando sua apuração”.

**Tabela 4 – Diferença entre o EBITDA divulgado e o calculado no ano de 2011 (extrato)**

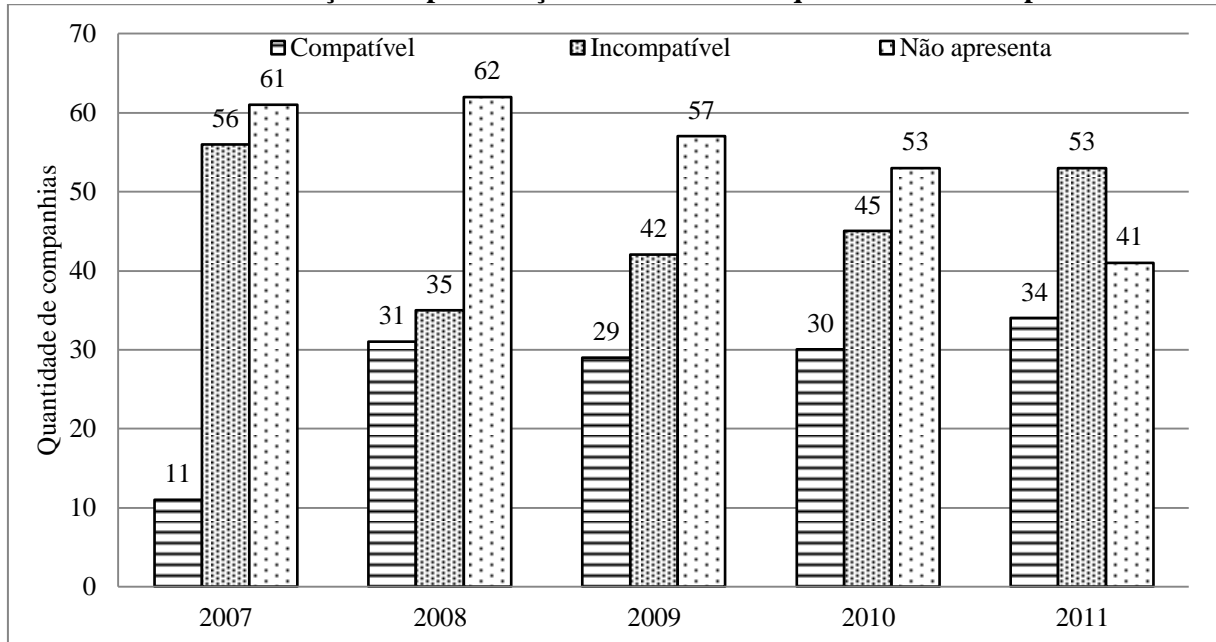
Valores em milhares de reais.

Nome	(a) Padrão <sup>[1]</sup>	(b) Ajustado <sup>[2]</sup>	(c) EBITDA calculado	(d = c-a ou d = c/b) Diferença <sup>[3]</sup>	(f = d/a ou f = d/b) Variação percentual <sup>[4]</sup>
Alfa Consorç	ND <sup>[5]</sup>	ND	(74.258)	-	-
Alfa Holding	ND	ND	(44.704)	-	-
Aliansce	188.899	190.389	179.319	(9.580)	-5,34%
All Amer Lat	1.494.100	ND	1.602.199	108.099	6,75%
Alpargatas	404.500	ND	365.850	(38.650)	-10,56%
Anhanguera	ND	276.479	162.344	(114.135)	-70,30%
B2W Varejo	415.400	ND	309.254	(106.146)	-34,32%
Battistella	ND	ND	56.561	-	-
Bematech	(46.824)	32.917	(46.824)	-	0,00%
BHG	41.888	ND	51.570	9.682	18,77%
Bic Monark	ND	ND	7.974	-	-
BR Brokers	151.700	ND	151.661	(39)	-0,03%
BR Malls Par	1.455.971	684.813	1.447.441	(8.530)	-0,59%
BR Properties	ND	310.500	733.344	422.844	57,66%
Bradespar	ND	ND	2.167.706	-	-
Brasilagro	29.621	22.341	20.487	(9.134)	-44,58%
Brasmotor	ND	ND	162.869	-	-
Brookfield	796.042	ND	652.663	(143.379)	-21,97%
Buettner	(25.373)	ND	(90.030)	(64.657)	-71,82%
Cambuci	26.817	ND	26.370	(447)	-1,70%
CC Des Imob	(121.000)	ND	(121.002)	(2)	0,00%
CCR SA	2.933.762	ND	2.711.903	(221.859)	-8,18%
(...)					
Springer	ND	ND	67.940	-	-
Springs	ND	ND	(106.875)	-	-
Sultepa	ND	ND	(24)	-	-
Tam S/A	1.707.363	ND	1.748.260	40.897	2,34%
Tecnisa	ND	317.647	148.594	(169.053)	-113,77%
Tectoy	495	ND	(4.246)	(4.741)	-111,66%
Tegma	ND	206.372	201.894	(4.478)	-2,22%
Teka	(23.600)	ND	(27.985)	(4.385)	-15,67%
Tele Nort Cl	ND	ND	3.137.550	-	-
Telef Brasil	10.383.300	ND	10.383.360	60	0,00%
Tim Part S/A	4.637.000	ND	4.637.209	209	0,00%
Totvs	308.683	ND	308.683	-	0,00%
Trisul	75.668	ND	29.118	(46.550)	-159,87%
Triunfo Part	ND	286.022	295.958	9.936	3,36%
Ultrapar	2.011.000	ND	2.032.267	21.267	1,05%
Viavarejo	1.092.900	ND	1.009.353	(83.547)	-8,28%
Vicunha Text	171.469	ND	161.308	(10.161)	-6,30%
Viver	16.986	120.585	(42.538)	(59.524)	-139,93%
Vulcabras	(131.900)	ND	(131.924)	(24)	-0,02%
Wembley	ND	ND	(39.230)	-	-
Whirlpool	ND	ND	515.798	-	-
Fer C Atlant	ND	ND	(61.715)	-	-

Notas:<sup>[1]</sup> EBITDA padrão divulgado pela companhia.<sup>[2]</sup> EBITDA ajustado divulgado pela companhia.<sup>[3]</sup> Esta fórmula é utilizada para todas as companhias que divulgam o EBITDA padrão. Para as companhias que divulgam apenas o EBITDA ajustado, a fórmula foi alterada para: (c-b).<sup>[4]</sup> Para as companhias que divulgaram apenas o EBITDA ajustado é utilizada a segunda fórmula.<sup>[5]</sup> ND representa companhias que não divulgaram o EBITDA em seus relatórios neste ano.Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados das Demonstrações Financeiras das companhias analisadas coletados no programa de computador *Economática* (2011).

Na apuração de resultados deste trabalho, são considerados compatíveis os EBITDA que possuem até 2%, positivo ou negativo, de diferença em relação ao calculado na seção 3.3, sendo as demais variações consideradas incompatíveis. O Gráfico 6 demonstra a evolução da apresentação do EBITDA pelas companhias participantes da amostra ao longo dos anos.

**Gráfico 6 – Evolução da apresentação do EBITDA em quantidade de companhias**



Nota: São considerados compatíveis os indicadores com diferença de 2% à -2% entre o divulgado pela companhia e o calculado metodologicamente. A classificação “não apresenta” engloba as companhias que não divulgaram suas demonstrações no ano, juntamente com as que não divulgaram o indicador em seus relatórios.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Apêndice C.

Observa-se que há, a partir de 2008, um decréscimo no número de companhias que não apresentam o indicador em seus relatórios, ou seja, a cada ano este número é menos representativo no total. Além disto, pode-se concluir também que há uma tendência de que a cada ano as companhias passam a apresentar indicadores mais semelhantes com o padrão recalculado, visto que verificou-se um crescimento no número de EBITDA compatíveis ao longo dos anos.

No ano de 2007, 8,6% da amostra apresentava o EBITDA compatível com o calculado, enquanto 43,8% das companhias apresentava diferenças superiores a 2%, positivas ou negativas, em relação ao indicador calculado metodologicamente. Neste primeiro ano, 61 companhias não divulgaram suas Demonstrações Financeiras, ou ainda divulgaram estas sem o EBITDA. Se forem desconsideradas as companhias que não divulgaram o indicador ou até mesmo seus relatórios, 16,4% das companhias apresentam um EBITDA compatível, contra 83,6% de indicadores incompatíveis.

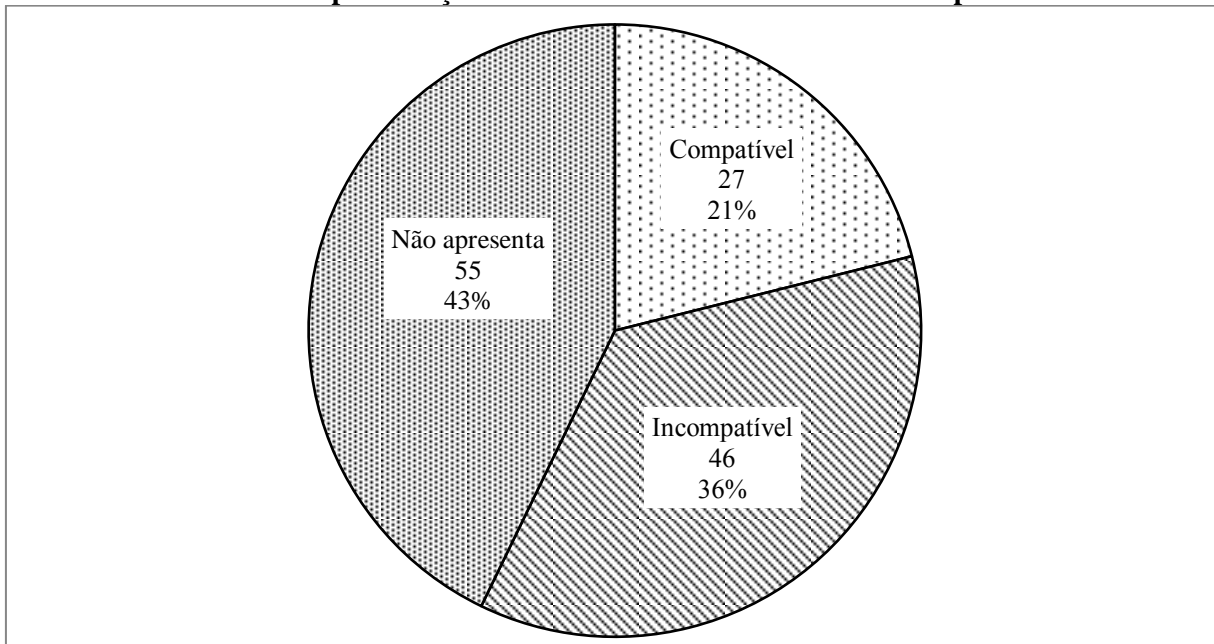
No segundo ano da amostra, o ano de 2008, 31 companhias divulgaram indicadores compatíveis com o calculado, e 35 companhias divulgaram o EBITDA com diferença maior do que a considerada aceitável nesta pesquisa. Representaram então, respectivamente, 24,2% e 27,3% em relação ao total de companhias da amostra. Neste mesmo ano, o número de companhias sem Demonstrações Financeiras divulgadas ou sem EBITDA em seus demonstrativos subiu para 62, representando 48,4% da amostra.

Em 2009, o número de companhias com diferenças aceitáveis, de acordo com o padrão previamente estabelecido nesta pesquisa, caiu em 6,5%, somando 29 companhias. Das 128 companhias da amostra, 42 apresentaram indicadores com diferenças superiores a 2%, positivas ou negativas, entre o indicador divulgado e o calculado, representando 32,8% da amostra. Neste ano, o número de companhias sem demonstrativos ou sem EBITDA em seus demonstrativos caiu para 57, o que representa 44,5% da amostra.

No penúltimo ano da amostra, o ano de 2010, 30 companhias apresentaram EBITDA compatível com o calculado, enquanto 45 companhias apresentaram o indicador com diferença superior ao aceitado nesta pesquisa. Estas companhias representam respectivamente 40% e 60% em relação ao total de companhias com o indicador em seus relatórios, ou seja, desconsiderando as 53 companhias que não publicaram as Demonstrações Financeiras ou não divulgaram em seus relatórios o indicador EBITDA.

Em 2011, último ano analisado nesta pesquisa, 34 companhias apresentaram o indicador com uma diferença aceitável, o que representa um crescimento de 209,1% em relação ao primeiro ano analisado, e também 26,6% em relação ao total da amostra do ano. Das 128 companhias da amostra, 53 apresentaram o indicador com uma diferença maior do que 2%, positiva ou negativa, o que representa 41,4% deste total. Ainda no ano de 2011, 41 companhias não divulgaram as Demonstrações Financeiras ou não divulgaram nestas o EBITDA, o que representa 32% do total, mas um decréscimo de 32,8% em relação ao primeiro ano analisado.

O gráfico seguinte apresenta a média de companhias sem indicador em suas Demonstrações Financeiras, juntamente com as que apresentam indicadores compatíveis ou incompatíveis com os calculados metodologicamente, ao longo dos cinco anos analisados na pesquisa.

**Gráfico 7 – Média da apresentação do EBITDA nos relatórios dentro do período analisado**

Nota: São considerados compatíveis os indicadores com diferença de 2% até -2% entre o divulgado pela companhia e o calculado metodologicamente. A classificação “não apresenta” engloba as companhias que não divulgaram suas Demonstrações Financeiras nos anos analisados, ou ainda as que não divulgaram o indicador em seus relatórios. O valor apresentado refere-se à quantidade média de empresas.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Apêndice C.

Observa-se que das 128 companhias analisadas em cada um dos cinco anos, em média, aproximadamente 55 não apresentam o indicador em seus relatórios, o que representa 43% do total de companhias. Em média, 27 companhias apresentam um indicador compatível com o calculado neste trabalho, e 46 apresentam um indicador com diferença superior a 2%, positiva ou negativa, entre o calculado e o divulgado, representando, respectivamente, 21% e 36% do total de companhias.

Nota-se que o percentual de empresas com diferença entre o indicador calculado e o apresentado é diretamente influenciado pela margem adotada como padrão nesta pesquisa. O diferencial aceitável de 2%, positivo ou negativo, foi escolhido arbitrariamente e em conjunto com Hoffmann (2012), participante do grupo de estudos colaborativos. Esta margem foi adotada por cobrir todas as empresas que realizam arredondamento de valores, além de eventuais diferenças de pequeno valor proporcional. A tabela a seguir demonstra a sensibilidade apresentada na análise dos dados, de acordo com a alteração deste percentual.



**Tabela 5 – Sensibilidade da amostra ao percentual de diferença considerada compatível – Média de 2007 a 2011**

Sensibilidade <sup>[1]</sup>	Quantidade média de empresas compatíveis <sup>[2]</sup>	Percentual de companhias <sup>[3]</sup>
+/- 1%	12	9,4%
+/- 2%	22	17,2%
+/- 3%	25	19,5%
+/- 4%	28	21,9%
+/- 5%	31	24,2%
+/- 6%	34	26,6%
+/- 7%	36	28,1%
+/- 8%	37	28,9%
+/- 9%	40	31,3%
+/- 10%	42	32,8%
TOTAL	128	100,0%

Notas: <sup>[1]</sup> Considerando-se este percentual em módulo, ou seja, entre o positivo e o negativo, com base na média de diferença entre os cinco anos analisados.

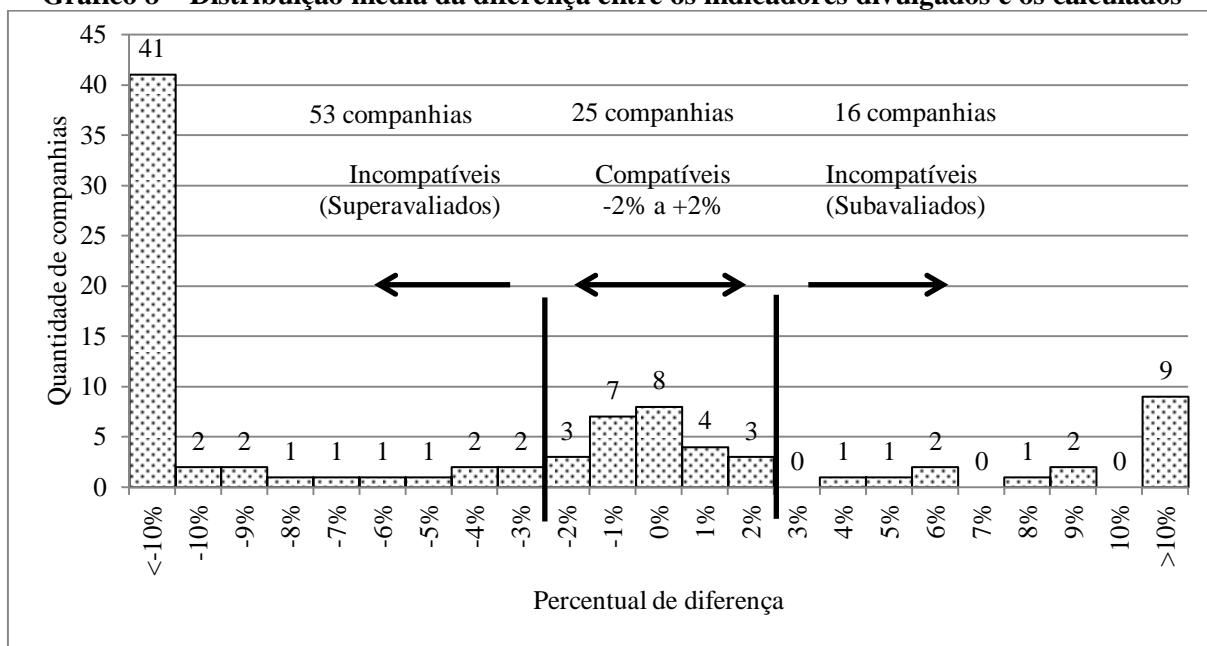
<sup>[2]</sup> Quantidade de companhias com diferenças aceitáveis conforme cada percentual apresentado.

<sup>[3]</sup> Percentual em relação ao total médio de companhias da amostra.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Apêndice C.

Considerando-se a média de diferenças percentuais entre os EBITDA divulgados e os calculados metodologicamente, existiriam 22 companhias com o indicador compatível, ao adotar-se 2% como percentual aceitável. Caso esta margem seja aumentada em 1%, ou seja, caso considere-se 3% uma diferença aceitável, positiva ou negativa, o número médio de compatíveis aumenta para 25. No caso de serem considerados 5% como um percentual aceitável de diferença entre os indicadores, o número de companhias sobe para 31. Por fim, caso adote-se uma diferença aceitável de 10%, positiva ou negativa, haveriam 42 Sociedades por Ações (S.A.) com EBITDA compatível com o calculado.

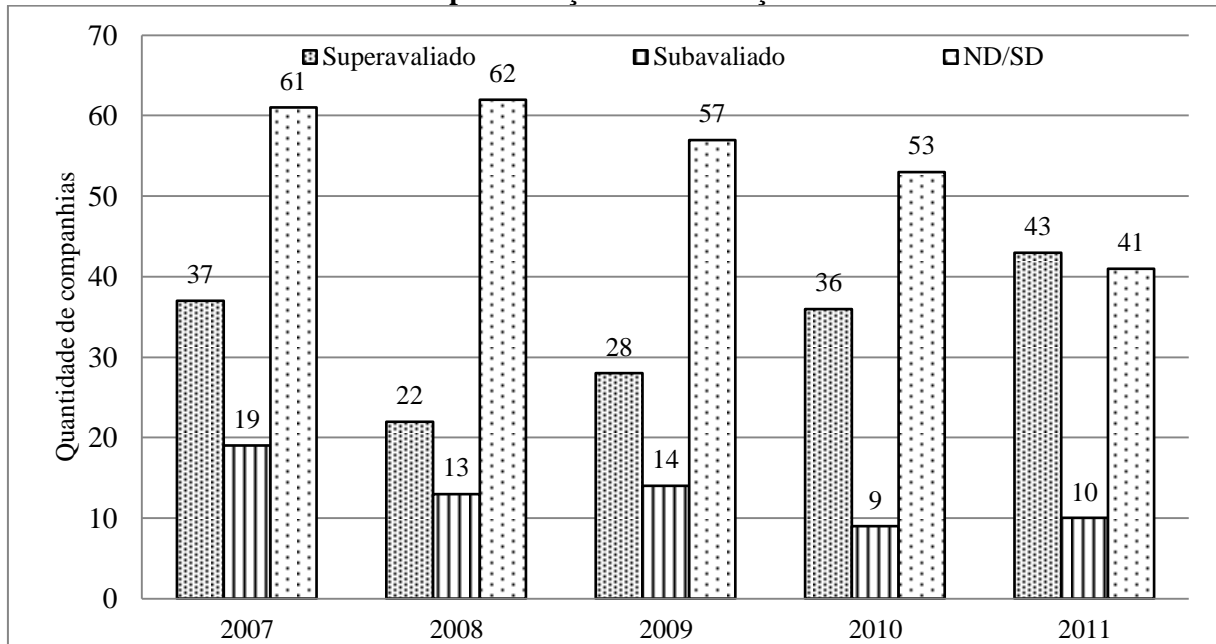
Com isto, objetiva-se deixar explícito que a quantidade de companhias com o indicador compatível com o calculado pode variar amplamente de acordo com o percentual adotado como padrão. Isto significa que outros pesquisadores podem julgar adequada uma margem diferente da adotada neste trabalho, o que traria resultados diferentes, porém igualmente válidos. O gráfico a seguir ilustra a distribuição das diferenças médias de acordo com o percentual de diferença entre o EBITDA divulgado e o calculado.

**Gráfico 8 – Distribuição média da diferença entre os indicadores divulgados e os calculados**

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Apêndice C.

Existem dois tipos de variações do EBITDA apresentados pelas companhias, em relação ao calculado metodologicamente: os indicadores superavaliados e os subavaliados. A superavaliação ocorre quando a companhia considera valores que tornam o EBITDA maior do que o calculado na pesquisa. A subavaliação acontece quando a companhia considera valores que tornam o indicador menor que o calculado. Neste estudo, ambos os casos consideram como padrão o indicador calculado na pesquisa.

De modo a simplificar a comparação ao longo dos anos, o gráfico a seguir demonstra a evolução das companhias que superavaliaram e das que subavaliaram o seu EBITDA, no período analisado.

**Gráfico 9 – Superavaliação e subavaliação do EBITDA**

Nota: o grupo ND/SD compreende a soma das companhias que não divulgaram as Demonstrações Financeiras no ano com as companhias que não divulgaram o EBITDA em seus relatórios.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Apêndice C.

Pode-se constatar que em todo o período analisado, é maior o número de companhias que superavalia o seu EBITDA, em comparação ao número de companhias que subavaliaram. Em 2007 há superavaliação em 66,1% das companhias com diferença superior a 2%. Em 2008 a superavaliação atinge 62,9%. Nos anos seguintes há um crescimento em relação aos anteriores: em 2009, 66,7%, no ano de 2010, 80,0%, e no último ano analisado o percentual alcança 81,1%. A quantidade de companhias sem Demonstrações Financeiras ou sem o indicador em seus demonstrativos diminui a cada ano, à partir de 2008.

Comparando-se apenas as companhias que superavaliaram o EBITDA, em relação às que subavaliaram, pode-se constatar que em 2007 havia aproximadamente duas vezes mais companhias superavaliando o EBITDA. No ano de 2010, havia aproximadamente três vezes mais companhias superavaliando o indicador. No último ano analisado, aproximadamente quatro vezes mais companhias superavaliaram o EBITDA, se comparado com as que subavaliaram.

Analisando as maiores variações a cada ano, ou seja, a maior superavaliação e a maior subavaliação, constata-se que em 2007 a companhia Guararapes superavaliou seu EBITDA em R\$ 69,8 milhões, enquanto a companhia Springs subavaliou seu indicador em R\$ 561,9 milhões. Em 2008 as variações são menores, sendo a companhia Aliansce responsável por uma subavaliação de R\$ 20,9 milhões de seu EBITDA, enquanto a companhia Pettenati superavaliou seu indicador em R\$ 30,0 milhões.

No ano de 2009, a companhia Kroton subavaliou o seu indicador em R\$ 10,5 milhões, e a companhia Pettenati superavaliou seu EBITDA em R\$ 29,9 milhões. Em 2010, a Cedro avaliou seu EBITDA a menor em relação ao calculado, em R\$ 28,3 milhões, e a Kroton superavaliou seu indicador em R\$ 23,3 milhões. No último ano da amostra, a BR Properties subavaliou seu EBITDA em R\$ 422,8 milhões e a Hercules superavaliou seu EBITDA em R\$ 2,5 milhões.

O quadro a seguir apresenta as dez empresas com maiores diferenças positivas e as dez empresas com maiores diferenças negativas, em média, ao longo dos cinco anos.

**Quadro 4 – Dez maiores diferenças percentuais positivas e negativas**

Situação	Empresa	Diferença <sup>[1]</sup>
Superavaliações <sup>[2]</sup>	Estrela	623,3%
	Pettenati	503,2%
	Ideiasnet	235,2%
	Hercules	214,6%
	Kroton	194,1%
	Guararapes	189,2%
	Viver	172,8%
	Trisul	159,9%
	Positivo Inf	155,5%
	Cambuci	130,8%
92 empresas		
Subavaliações <sup>[3]</sup>	Viavarejo	8,6%
	BR Malls Par	14,7%
	CCR SA	15,7%
	Sao Carlos	16,7%
	BHG	18,8%
	Ecorodovias	18,9%
	Cedro	22,9%
	All Amer Lat	26,2%
	Coteminas	46,2%
	BR Properties	57,7%

Nota: <sup>[1]</sup> São consideradas as médias de diferenças entre os EBITDA calculados na pesquisa e os divulgados pelas companhias em todo o período da amostra.

<sup>[2]</sup> Companhias que divulgaram o EBITDA com valor superior ao calculado na pesquisa.

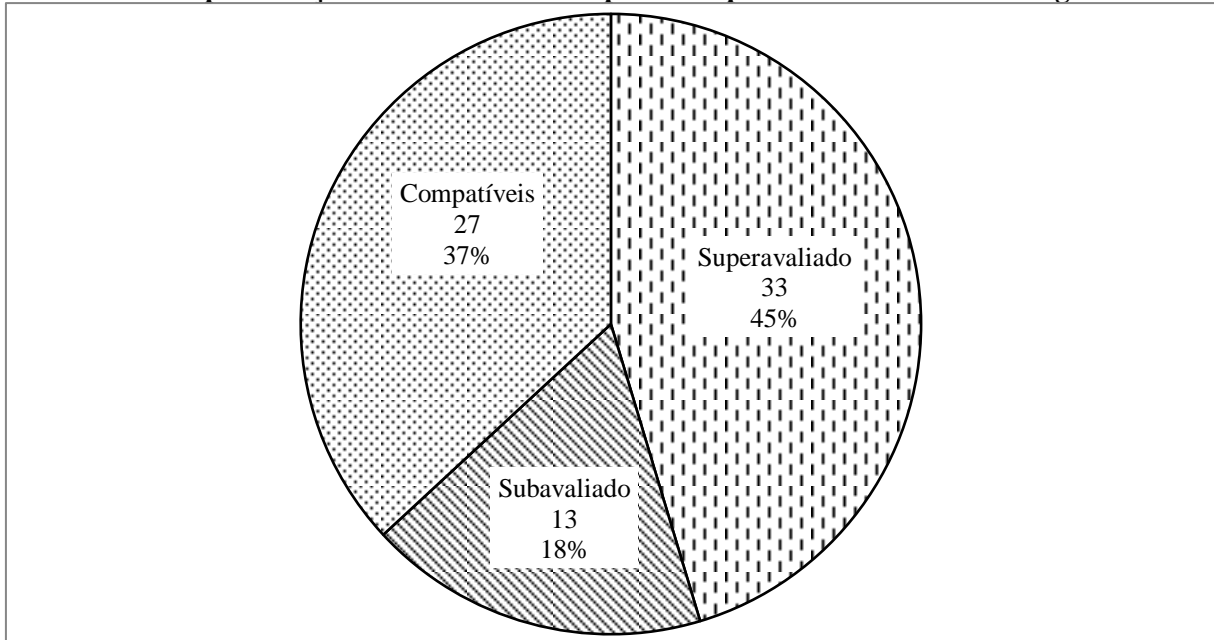
<sup>[3]</sup> Companhias que divulgaram o EBITDA com valor inferior ao calculado na pesquisa.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Apêndice C.

Percebe-se que, em média, ao longo dos cinco anos, a Estrela foi a companhia que mais superavaliou o seu EBITDA, e a BR Properties foi a que mais o subavaliou. Nota-se também que, entre as dez companhias que mais subavaliaram o indicador, a variação é menor, contemplando nestes casos diferenças entre 8,6% e 57,7%. Entre as dez companhias que mais superavaliaram o indicador, há diferenças mais significativas dentro dos dez casos mais relevantes, diferenciando-se entre si de 130,8% até 623,3%.

O Gráfico 10 demonstra a média entre as companhias componentes da amostra que superavaliavam seu EBITDA, as que subavaliavam este indicador, e ainda as que apresentam um indicador com diferença entre 2% e -2%, ou seja, compatível.

**Gráfico 10 – Apresentação média do EBITDA pelas companhias da amostra ao longo dos anos**



Nota: são considerados compatíveis os EBITDA divulgados com diferenças entre 2% e -2% em relação ao calculado metodologicamente. São considerados subavaliados os indicadores divulgados em valor inferior ao calculado, e superavaliados os indicadores divulgados com valor superior ao calculado. O número informado corresponde à média de empresas.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Apêndice C.

No período compreendido entre os anos de 2007 e 2011, em média, 37% das companhias apresentaram indicadores com diferença considerada aceitável nesta pesquisa. Nestes anos, em média, 18% das companhias apresentaram EBITDA com valor inferior ao calculado metodologicamente, enquanto 45% das companhias divulgaram o indicador com valor superior ao calculado na pesquisa.

Após analisadas as diferenças entre o indicador EBITDA divulgado pelas companhias em seus relatórios e o calculado metodologicamente, são analisadas na próxima seção as diferenças de acordo com cada setor da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), e as possíveis peculiaridades setoriais na apresentação do indicador. Com as seções 3.4 e 3.5, atinge-se então o objetivo específico “d”<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> “apurar eventuais diferenças entre o valor do EBITDA divulgado pelas companhias da amostra e o calculado neste trabalho, considerando possíveis peculiaridades setoriais”.

### 3.5 IDENTIFICAÇÃO DAS DIFERENÇAS CONFORME OS SETORES

São consideradas nesta seção, as diferenças entre os *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) apresentados pelas companhias em seus relatórios e os calculados metodologicamente, conforme definido na seção 3.3, de acordo com cada setor, considerando as possíveis peculiaridades, conforme especificado no objetivo específico “d”. No caso da constatação de peculiaridades setoriais, estas não são estudadas nesta pesquisa, apenas apontadas.

A tabela a seguir aponta a quantidade de empresas com diferença maior do que 2%, positivas ou negativas, entre o EBITDA apurado nesta pesquisa e o divulgado pelas companhias em cada setor, considerando-se a quantidade de companhias listadas em cada um destes.

**Tabela 6 – Número de companhias com EBITDA incompatível por setor**

Setor	Total de companhias da amostra	2007	2008	2009	2010	2011	Média de indicadores incompatíveis
Construção e Transporte	38	14	9	18	16	23	16
Consumo Cíclico	48	26	18	17	21	21	21
Financeiro e Outros	26	10	7	5	4	5	6
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	3	1	1	0	0	1	1
Tecnologia da Informação	5	3	0	2	3	2	2
Telecomunicações	8	2	0	0	1	1	1
Total	128	56	35	42	45	53	46

Fonte: Elaborado pelo autor à partir de dados do Apêndice C.

Pode-se observar que os três últimos setores listados na Tabela 6 são compostos por menos companhias, se comparados com os demais. O setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis, por exemplo, possui 3 companhias ao longo dos anos, enquanto o setor de Tecnologia da Informação possui 5. Esta quantidade deve ser levada em consideração ao analisar o percentual de empresas com diferenças dentro do setor, de modo a evitar distorções nas conclusões.

O quadro seguinte demonstra o percentual de companhias da amostra, dentro de cada setor, que possui diferenças superiores a 2%, positivas ou negativas, entre o EBITDA divulgado e o calculado na pesquisa.

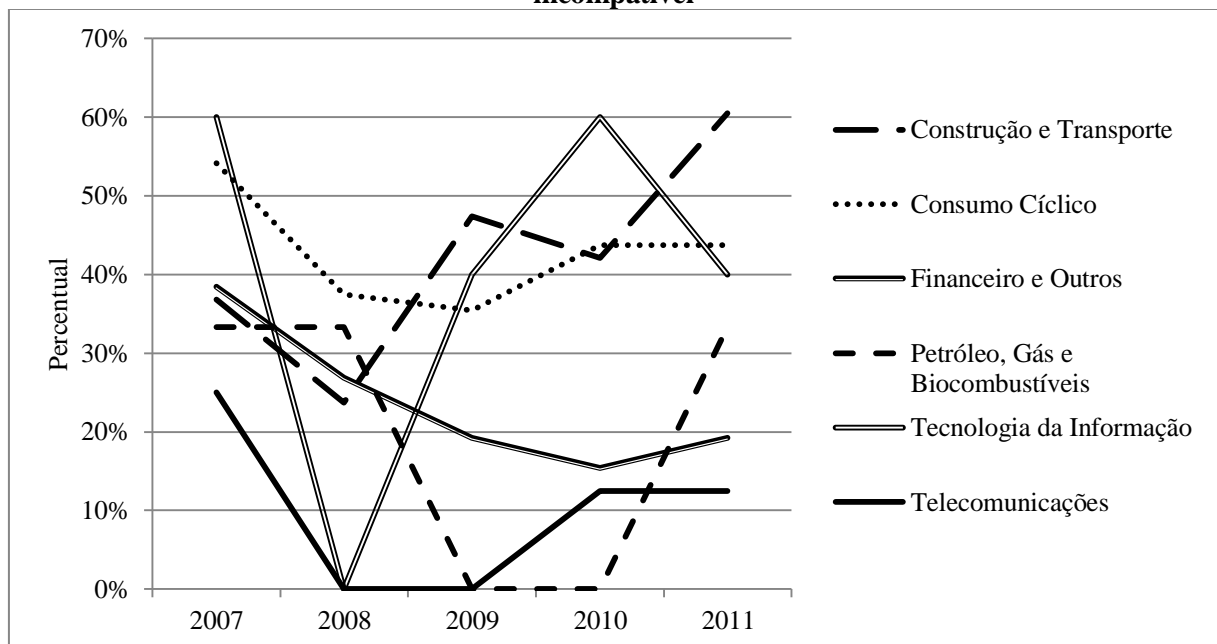
**Quadro 5 – Percentual de companhias com diferença no EBITDA por setor**

Setor	2007	2008	2009	2010	2011	Média
Construção e Transporte	36,84%	23,68%	47,37%	42,11%	60,53%	42,11%
Consumo Cíclico	54,17%	37,50%	35,42%	43,75%	43,75%	42,92%
Financeiro e Outros	38,46%	26,92%	19,23%	15,38%	19,23%	23,85%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	33,33%	33,33%	0,00%	0,00%	33,33%	20,00%
Tecnologia da Informação	60,00%	0,00%	40,00%	60,00%	40,00%	40,00%
Telecomunicações	25,00%	0,00%	0,00%	12,50%	12,50%	10,00%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados do Apêndice C.

Nos anos constantes da amostra deste trabalho, não é possível descrever um padrão exato da quantidade de companhias com divergências entre os indicadores divulgados e os calculados por setor. Nos setores de Construção e Transporte e Consumo Cíclico, o percentual destas companhias mantém-se entre 23% e 61%. São estes os setores que tem representação significativa na quantidade de companhias com diferença, em todos os anos analisados. Já setores como Petróleo, Gás e Biocombustíveis, Tecnologia da Informação e Telecomunicações não apresentam padrão, pois em alguns anos nenhuma das companhias destes setores apresentou divergência no indicador.

O Gráfico 11 representa, em linhas, a variação do número de companhias com diferença considerada incompatível, conforme definido para esta pesquisa na seção 3.4.

**Gráfico 11 – Evolução da quantidade de companhias, por setor, com EBITDA considerado incompatível**

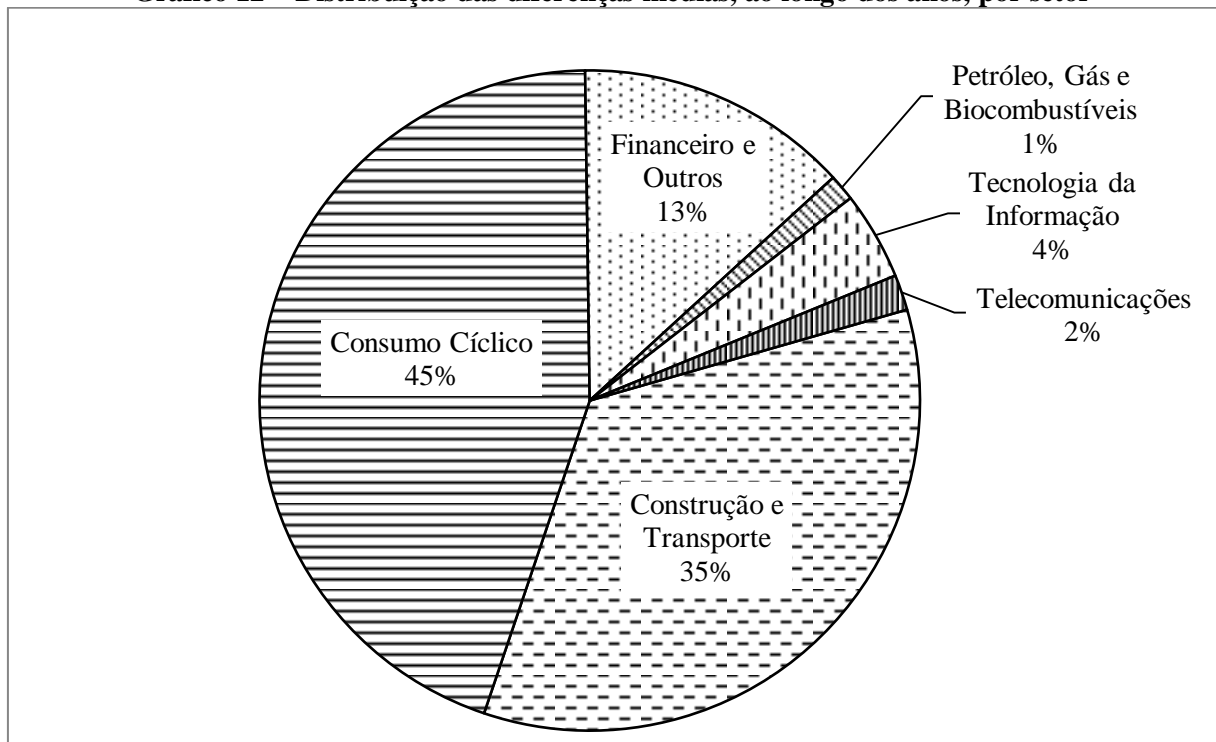
Fonte: Elaborado pelo autor a partir do Quadro 6.

Conforme verifica-se na análise do gráfico, não há uma linearidade setorial, ou seja, os setores não apresentam um percentual padrão de companhias com diferenças superiores a 2%,

positiva ou negativa, ao longo dos anos. Não é possível, portanto, afirmar que há uma peculiaridade setorial em qualquer dos setores participantes da amostra.

O próximo gráfico demonstra a distribuição média da quantidade de companhias com diferença considerada incompatível na pesquisa, divididas por setor.

**Gráfico 12 – Distribuição das diferenças médias, ao longo dos anos, por setor**



Fonte: Elaborado pelo autor a partir do Quadro 5.

Em média, entre os anos de 2007 e 2011, 45% das companhias com diferença considerada incompatível pertenciam ao setor de Consumo Cíclico, enquanto o segundo maior percentual ficou com o setor de Construção e Transporte, com 35% das companhias com tal diferença. Os demais setores, ou seja, Financeiro e Outros, Tecnologia da Informação, Telecomunicações e Petróleo, Gás e Biocombustíveis somaram juntos 20% das companhias com diferenças superiores a 2%, positivas ou negativas.

Na próxima seção são comparados os resultados obtidos neste trabalho monográfico com os obtidos na pesquisa realizada pelo acadêmico Rafael Hoffmann, participante do grupo de estudos colaborativo.

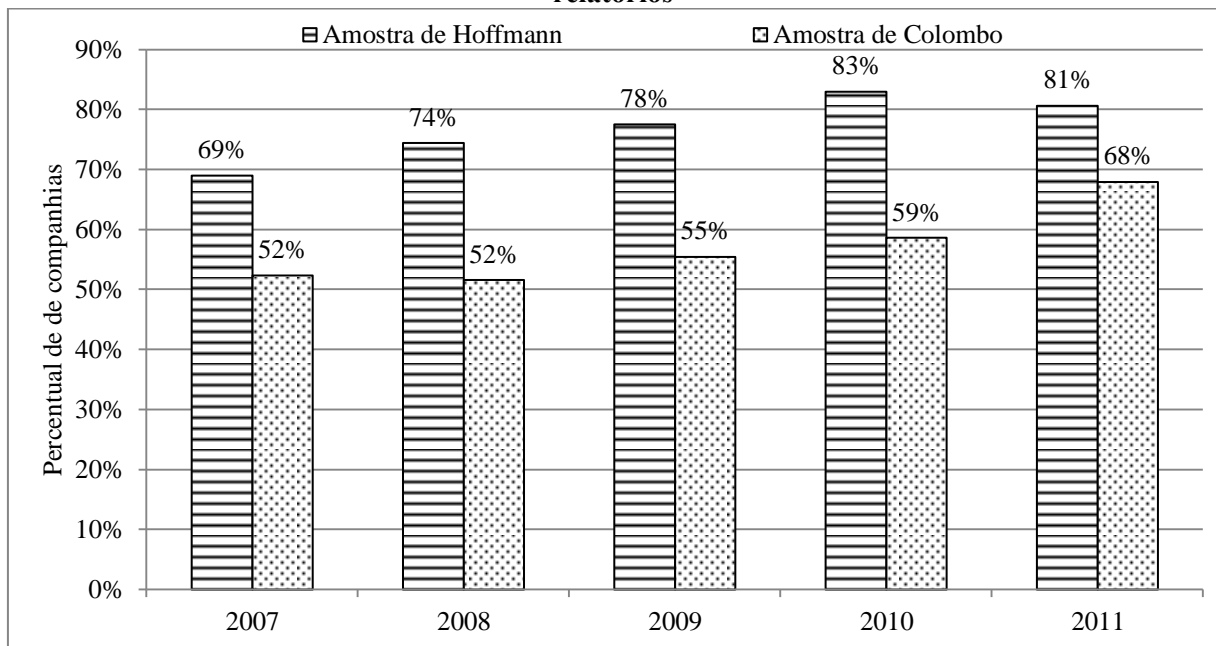


### 3.6 COMPARAÇÃO DE RESULTADOS ENTRE OS PARTICIPANTES DO GRUPO DE ESTUDOS

Após serem apresentados os resultados obtidos na pesquisa, são agora comparados estes resultados com os obtidos por Hoffmann (2012), o qual participou de um grupo de estudos colaborativo com o autor deste trabalho. Esta comparação é possível devido ao compartilhamento da metodologia utilizada na pesquisa.

A amostra conjunta do grupo de estudos colaborativo é composta por 257 companhias, que foram divididas entre os dois acadêmicos participantes. O gráfico a seguir demonstra a comparação entre os percentuais de companhias que divulgam o *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) nas amostras dos dois pesquisadores.

**Gráfico 13 – Comparação do percentual de companhias com o EBITDA divulgado em seus relatórios**

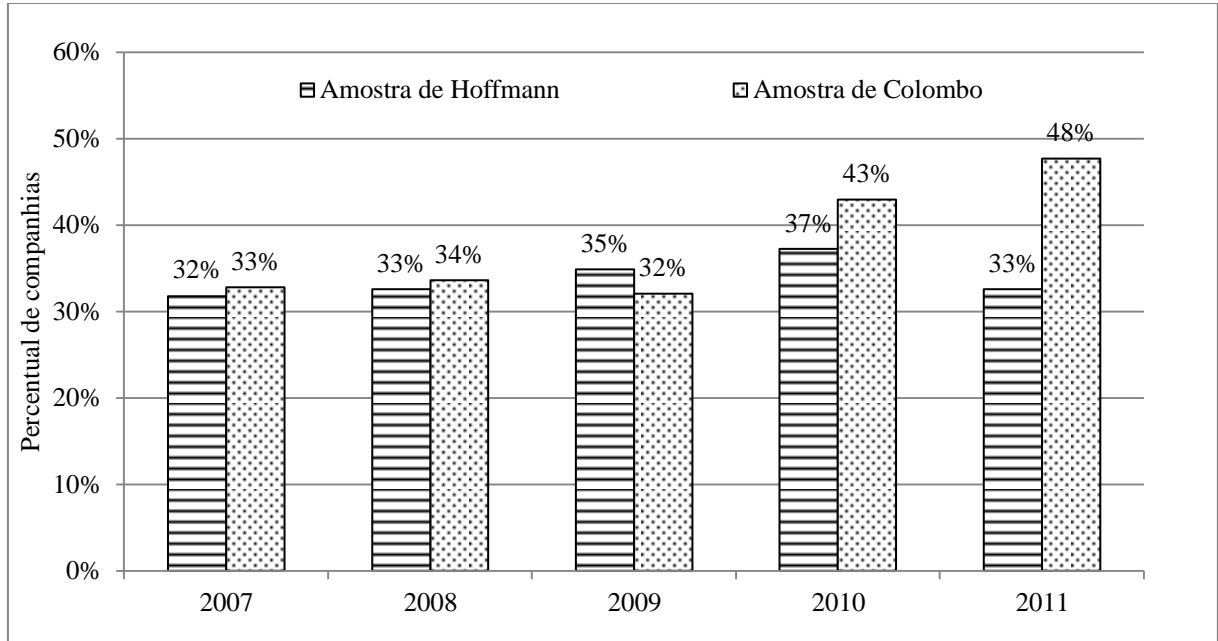


Fonte: Elaborado pelos acadêmicos do grupo de estudos, a partir dos resultados obtidos.

Em todos os anos estudados, o percentual de companhias que divulgaram o EBITDA foi superior na amostra de Hoffmann (2012), mesmo esta tendo uma empresa a mais que a deste trabalho. No ano de 2007, 69% das companhias divulgaram o indicador, contra 52% da amostra desta pesquisa. Em 2011, este percentual torna-se mais próximo: na amostra de Hoffmann (2012), 81% das companhias apresentam o indicador, enquanto na amostra deste trabalho 68% das companhias o fazem.

O gráfico a seguir apresenta o percentual de indicadores coletados em conjunto com sua reconciliação, ou seja, os que apresentam a forma de cálculo do EBITDA em seus relatórios.

**Gráfico 14 – Comparação do percentual de companhias que apresentaram a reconciliação do EBITDA**

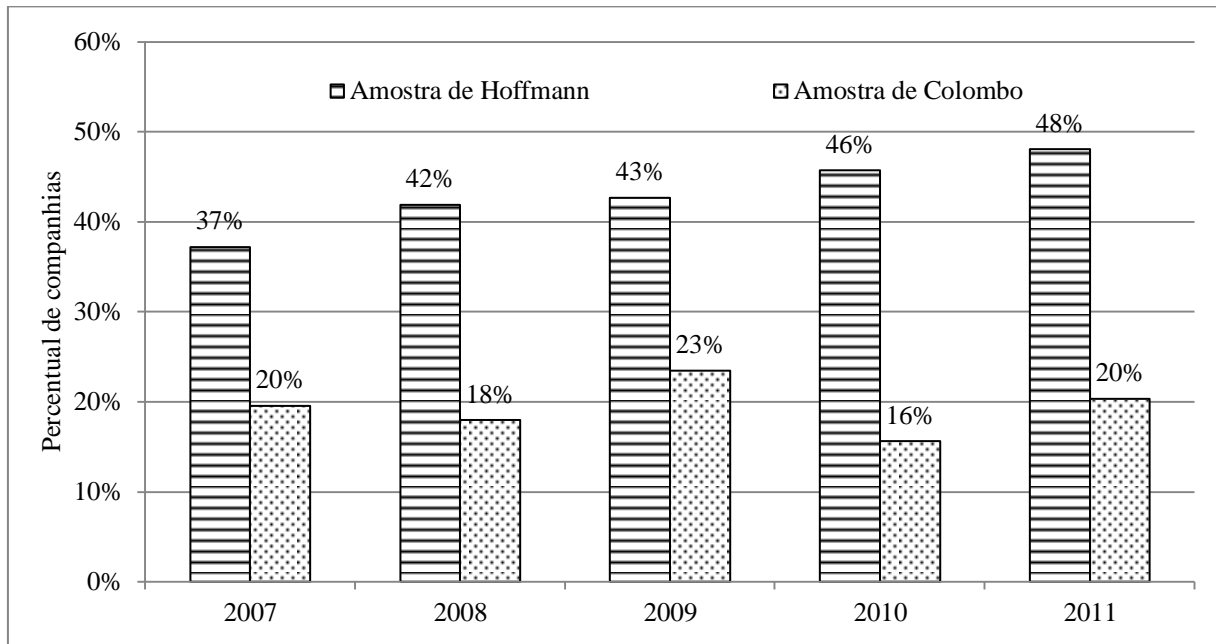


Fonte: Elaborado pelos acadêmicos do grupo de estudos, a partir dos resultados obtidos.

Nota-se que nos três primeiros anos o percentual de companhias com a reconciliação do EBITDA é semelhante entre as amostras, apresentando sempre variações menores de 3 pontos percentuais entre si. No ano de 2010, a amostra deste trabalho compreendia 7 empresas a mais que reconciliavam o indicador. Em 2011, este número se distanciou ainda mais, quando a presente pesquisa apresentava 61 companhias reconciliando o EBITDA, enquanto a amostra de Hoffmann (2012) apresentava 42 companhias.

A seguir, é apresentada a comparação entre o percentual de indicadores coletados sem a reconciliação, ou seja, os casos em que as companhias apenas citam o EBITDA, sem demonstrar o seu cálculo.

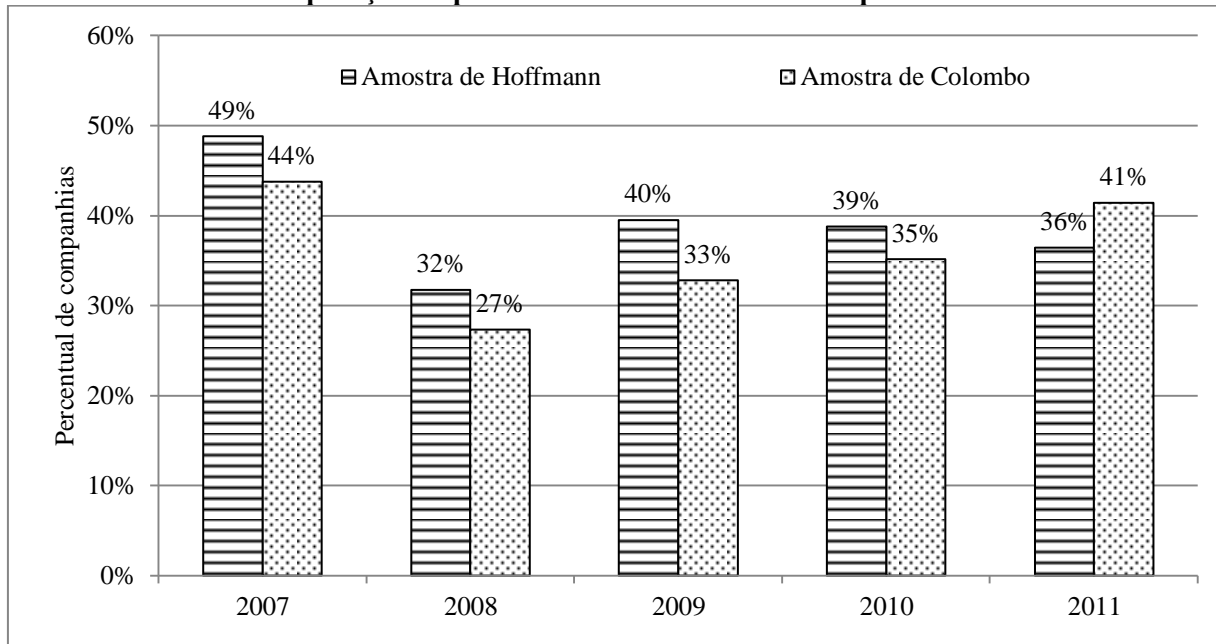
**Gráfico 15 – Comparação do percentual de companhias que não apresentam a reconciliação do EBITDA**



Fonte: Elaborado pelos acadêmicos do grupo de estudos, a partir dos resultados obtidos.

Observa-se que o percentual de companhias sem a reconciliação do EBITDA é sempre superior na pesquisa realizada por Hoffmann (2012). No ano de 2008, este número é maior que o dobro do encontrado nesta pesquisa. No ano de 2010, o percentual de companhias sem a reconciliação chega a 46% na amostra de Hoffmann (2012), enquanto nesta pesquisa o percentual mantém-se em 16%. Há que se considerar que a quantidade de indicadores encontrados nos demonstrativos é superior na pesquisa elaborada pelo outro autor, porém esta diferença é menor do que a apresentada nestes dados.

A seguir é apresentado um gráfico comparativo entre o percentual de indicadores considerados incompatíveis com o calculado conforme uma metodologia amplamente aceita, de acordo com os padrões estabelecidos na seção 3.4.

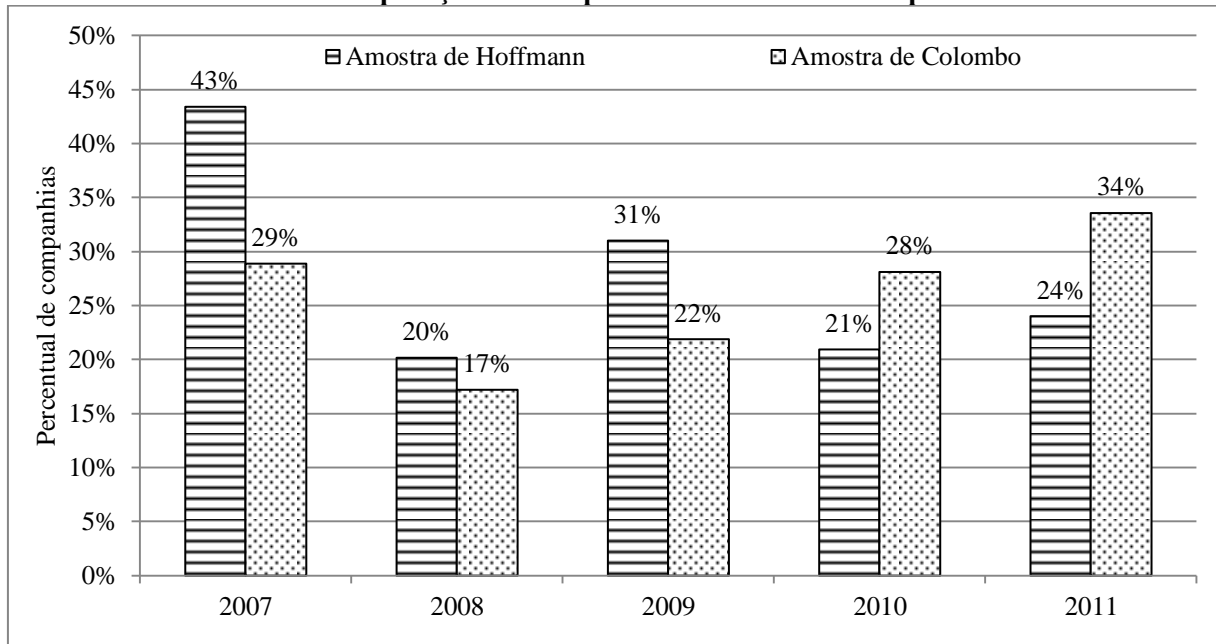
**Gráfico 16 – Comparação do percentual de indicadores incompatíveis com calculado**

Fonte: Elaborado pelos acadêmicos do grupo de estudos, a partir dos resultados obtidos.

Nota-se que em todos os anos há uma pequena diferença entre a quantidade de indicadores incompatíveis das pesquisas, mas esta diferença mantém-se sempre entre 5 e 9 companhias. Mesmo com a variação da quantidade ao longo dos anos, pode-se traçar um padrão entre o total da amostra dos dois trabalhos. Em todos os quatro primeiros anos analisados, a amostra de Hoffmann (2012) apresentou maior percentual de indicadores incompatíveis do que a amostra desta pesquisa, porém no último ano este percentual reverteu-se. Em todos os anos, a diferença mantém-se inferior a 8 pontos percentuais.

Observa-se também que do ano de 2007 para o ano seguinte acontece uma queda no total de companhias com diferenças superiores a 2%, positivas ou negativas, mas nos anos seguintes, o percentual mantém-se sempre entre 27% e 41%, não atingindo mais os patamares do primeiro ano.

O gráfico seguinte apresenta a comparação entre o percentual de indicadores superavaliados, entre os que tiveram diferenças caracterizadoras de incompatibilidade entre o EBITDA divulgado e o calculado.

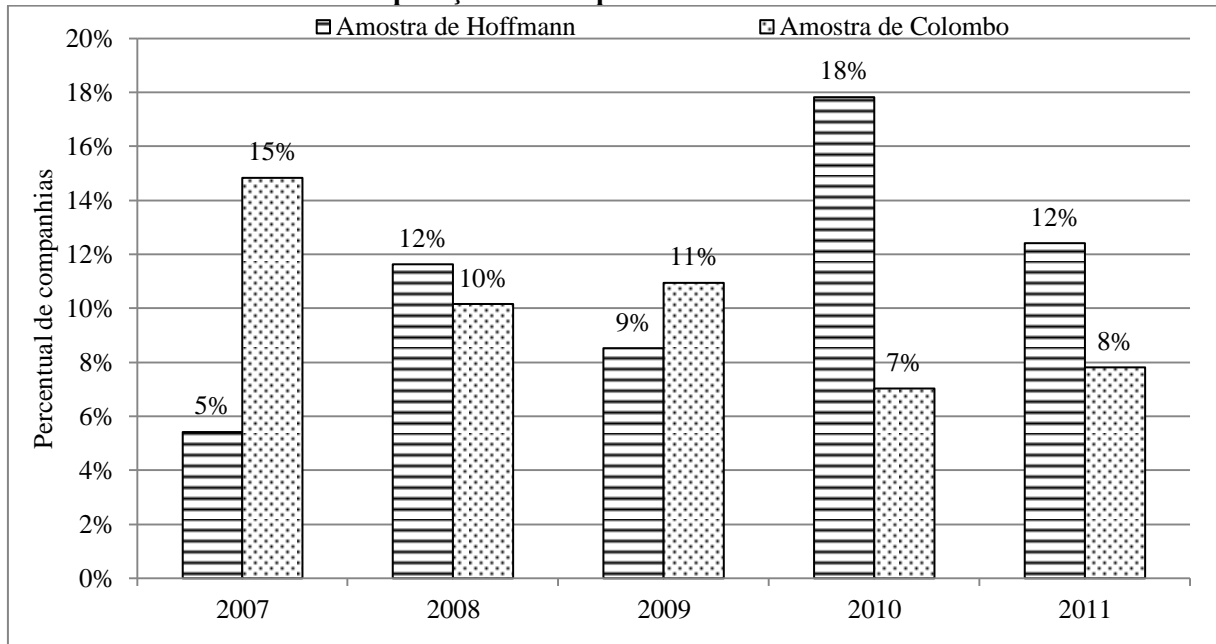
**Gráfico 17 – Comparação entre o percentual de EBITDA superavaliados**

Fonte: Elaborado pelos acadêmicos do grupo de estudos, a partir dos resultados obtidos.

A superavaliação do EBITDA ocorre quando a companhia informa este com um valor mais do que 2% maior que o considerado como padrão nesta pesquisa. Nos três primeiros anos da pesquisa, a amostra de Hoffmann (2012) apresenta mais companhias superavaliando o indicador do que esta pesquisa. A maior diferença entre os dados ocorre no ano de 2007, quando 56 companhias de sua amostra superavaliaram o indicador, enquanto 37 do presente trabalho monográfico o fizeram. Percentualmente, em 2007, 43% das companhias de Hoffmann (2012) superavaliam o EBITDA, enquanto 29% das companhias analisadas nesta pesquisa o fizeram.

No ano de 2010 e no seguinte, esta pesquisa apresenta mais companhias superavaliando o EBITDA do que a realizada pelo outro acadêmico participante do grupo de estudos. Em 2010, esta diferença atinge o patamar de 7 pontos percentuais, e no último ano da pesquisa, a amostra deste trabalho superavaliou o EBITDA em 10 pontos percentuais a mais que a outra amostra analisada.

O gráfico seguinte demonstra a comparação entre o percentual de EBITDA subavaliados, entre os que apresentaram diferença considerada incompatível de acordo com os padrões estabelecidos na seção 3.4.

**Gráfico 18 – Comparação entre o percentual de EBITDA subavaliados**

Fonte: Elaborado pelos acadêmicos do grupo de estudos, a partir dos resultados obtidos.

Em todos os cinco anos abrangidos por esta pesquisa, a quantidade de indicadores subavaliados é sempre inferior a quantidade de EBITDA superavaliados. A subavaliação ocorre quando o indicador apresentado pela companhia é inferior em mais de 2% ao considerado como padrão nesta pesquisa. Não há também um padrão estabelecido entre as amostras analisadas, visto que nos anos de 2007 e 2009, a amostra do presente trabalho apresentou um percentual de subavaliações maior do que a de Hoffmann (2012). Contudo, nos anos de 2008, 2010 e 2011, as companhias abrangidas pela pesquisa do outro autor apresentaram mais subavaliações do que as desta.

Nota-se que, assim como o ocorrido no presente trabalho monográfico, a análise dos dados de Hoffmann (2012) não apontou nenhuma peculiaridade setorial. Entre os quatro setores estudados pelo autor, não pode-se traçar uma quantidade padrão de empresas com diferenças entre o indicador calculado e o divulgado pelas companhias.

No próximo capítulo são abordadas as conclusões obtidas nesta pesquisa, juntamente com algumas considerações e apontamentos acerca dos objetivos, além de sugestões para trabalhos futuros.

## 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Apresentados os resultados da pesquisa, são agora apresentadas as considerações finais. O capítulo inicia-se avaliando o atendimento de cada um dos objetivos, geral e específicos. Em seguida, apresenta-se considerações quanto aos resultados obtidos com a pesquisa, com considerações acerca das principais conclusões obtidas na análise dos dados. São também apresentadas neste capítulo sugestões para trabalhos futuros.

### 4.1 CONSIDERAÇÕES QUANTO AOS RESULTADOS

Nesta seção são apresentadas considerações quanto aos resultados da coleta e análise de dados realizadas neste trabalho. São também apresentados os principais resultados obtidos, bem como ressaltados destaques observados.

Ao longo dos anos pertencentes à amostra, observa-se que há algumas companhias que deixam de manter em suas bases de dados as suas Demonstrações Financeiras. Das 128 companhias participantes da amostra, no que diz respeito ao ano de 2007, 30 companhias não possuíam mais em seus endereços eletrônicos as Demonstrações Financeiras, o que representa 23,4% do total.

No ano seguinte, este número caiu para 21, representando 16,4%. Além disso, 8 companhias deixaram de divulgar os demonstrativos de 2009 e 2 companhias os de 2010. No último ano analisado, todas as companhias possuíam Demonstrações Financeiras em seus sítios eletrônicos. Percebe-se que a maior parte das companhias mantém apenas demonstrativos dos últimos três exercícios sociais.

Com base na análise dos dados coletados, observa-se também a variação do número de companhias com o *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) em seus relatórios. Em 2007, 68,4% das companhias com demonstrações publicadas haviam citado o indicador em seus relatórios. Em 2008, 61,7% das companhias o citaram. No ano de 2009, 59,2% das companhias divulgaram o EBITDA, enquanto em 2010, 59,5% das companhias o fizeram. No último ano analisado, o ano de 2011, 68% das companhias continham em seus relatórios o indicador EBITDA. O número de companhias com o indicador é crescente, mas o percentual em relação ao total varia de ano a ano, sem um padrão específico.

Em todos os anos que compõem a amostra desta pesquisa, dentre as companhias que apresentavam o indicador em seus relatórios, a maior parte apresentava a reconciliação deste, ou seja, o cálculo do EBITDA, com suas respectivas variáveis. Em 2007, 62,7% das companhias apresentavam a reconciliação, enquanto em 2008, 65,2% das companhias reconciliavam o EBITDA. No ano seguinte este percentual caiu para 57,7%. Em 2010 e 2011, respectivamente, 73,3% e 70,1% das companhias demonstravam o cálculo do indicador. Em média, nos cinco anos, 34% das companhias não apresentavam a reconciliação, contra 66% que reconciliavam o indicador.

Houve um crescimento no que diz respeito ao total de companhias que divulgaram o EBITDA de forma compatível com o calculado na pesquisa. Em 2007 apenas 16,4% das companhias apresentavam um indicador com diferença aceitável. Este percentual subiu para 39,1% no último ano da pesquisa, ou seja, houve um crescimento de 22,7 pontos percentuais ao longo dos anos. Em números, é possível afirmar que 11 companhias apresentavam o indicador compatível em 2007, enquanto 34 passaram a fazê-lo em 2011, o que representa um crescimento de 209,1%.

Em média ao longo dos cinco anos, constata-se que aproximadamente 55 companhias não apresentaram o indicador em seus relatórios, 27 apresentaram o indicador de forma compatível com o calculado e 46 apresentaram o indicador com diferença superior ao aceitável, totalizando as 128 companhias da amostra.

Entre os anos de 2007 e 2011, em média, 33 companhias possuíam indicadores avaliados de forma superior ao calculado nesta pesquisa, enquanto 13 companhias possuíam valores inferiores ao calculado. Em 2007, 66,1% das companhias com diferença no indicador superavaliaram o EBITDA, e este percentual subiu para 81,1% no ano de 2011. Houve um crescimento de 16,2% no total de companhias que superavaliaram o indicador, do primeiro ao último ano.

Não pode ser constatada nenhuma peculiaridade setorial, uma vez que as companhias não mantiveram um padrão de diferença entre os setores da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). Em média, 45% das companhias com diferenças consideradas acima do compatível nesta pesquisa faziam parte do setor de consumo cíclico. O segundo setor mais representativo no que diz respeito a indicadores incompatíveis foi o de construção e transporte, com 35% das companhias. O setor financeiros e outros representa 13% das companhias com EBITDA incompatível com o calculado. Os demais setores somam juntos 7% do total de companhias com diferença.



No que diz respeito ao grupo de estudos colaborativo desenvolvido entre o autor deste trabalho e Hoffmann (2012), pode-se constatar que o número de companhias que divulgaram o indicador, nos cinco anos da pesquisa, foi maior na amostra estudada pelo outro autor. Nota-se também um padrão entre a quantidade de companhias com reconciliação do EBITDA, número este que mantém-se entre 41 e 61 em todo o período analisado, para as duas amostras.

O número de companhias que apresentam indicadores incompatíveis com o calculado nas duas pesquisas mantém-se sempre com um número parecido, variando de 5 a 9 companhias entre uma amostra e outra. No ano de 2008, em que há uma queda maior neste número, as duas amostras mantêm-se próximas, sendo 41 EBITDA incompatíveis na pesquisa realizada por Hoffmann (2012) e 35 nesta pesquisa. Por fim, assim como o ocorrido nesta pesquisa, o outro participante do grupo de estudos colaborativo também aponta maior número de superavaliação do EBITDA entre as companhias com diferença entre o indicador calculado e o divulgado por estas.

Assim sendo, observa-se que este trabalho monográfico permitiu responder à pergunta tema (quais as diferenças entre o valor do EBITDA divulgado pelas Sociedades por Ações (S.A.), listadas na BM&FBOVESPA, no período compreendido entre 2007 e 2011, em relação ao apurado conforme uma metodologia amplamente aceita, considerando-se uma amostra setorizada?) de acordo com os resultados obtidos, os quais estão sintetizados nesta seção. Na próxima seção, são apresentadas sugestões para trabalhos futuros, tendo como base os resultados obtidos nesta pesquisa.

## 4.2 SUGESTÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

Nesta seção são apresentadas sugestões para trabalhos futuros, com o intuito de aprimorar o estudo realizado nesta pesquisa, bem como promover avanços no conhecimento sobre o assunto desenvolvido neste trabalho monográfico. As sugestões propostas para trabalhos futuros são:

a) realizar uma análise detalhada de algumas companhias ou setores que tenham apresentado uma diferença relevante em relação às demais, buscando encontrar os motivos que cada uma destas apresenta para tais diferenças;

b) realizar uma comparação dos dados obtidos nesta pesquisa com os dados referentes aos anos posteriores, buscando verificar os efeitos que a Instrução Normativa CVM n.º 527, de 04 de outubro de 2012 causa na apresentação do *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA);

c) aplicar esta metodologia, considerando o mesmo período de tempo, em uma amostra composta por companhias situadas em outro país, comparando assim o resultado obtido nesta pesquisa com o de companhias situadas em outro contexto.

d) analisar, dentre as companhias participantes da governança corporativa, as que tem um resultado semelhante, melhor ou pior do que a média da amostra deste trabalho, bem como os motivos para tal resultado.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil – Uma aplicação prática**. Ribeirão Preto: FEA-RP/USP, 2003. 202 p.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 319 p.

BEUREN, Ilse Maria et al. **Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2003. 189 p.

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo. **Classificação setorial das empresas listadas na BM&FBOVESPA**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/consultas/classificacao-setorial.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 24 mai. 2012.

BRASIL. **Lei n.º 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 7 mar. 2012.

\_\_\_\_\_. **Lei n.º 11.638**, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação das demonstrações financeiras. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2007/lei/11638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/11638.htm)>. Acesso em: 7 mar. 2012.

\_\_\_\_\_. **Lei n.º 11.941**, de 27 de maio de 2009. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, alterando o Decreto nº 70.235, de 6 de março de 1972, as Leis nºs 8.212, de 24 de julho de 1991, 8.213, de 24 de julho de 1991, 8.218, de 29 de agosto de 1991, 9.249, de 26 de dezembro de 1995, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 9.469, de 10 de julho de 1997, 9.532, de 10 de dezembro de 1997, 10.426, de 24 de abril de 2002, 10.480, de 2 de julho de 2002, 10.522, de 19 de julho de 2002, 10.887, de 18 de junho de 2004, e 6.404, de 15 de dezembro de 1976, o Decreto-Lei nº 1.598, de 26 de dezembro de 1977, e as Leis nºs 8.981, de 20 de janeiro de 1995, 10.925, de 23 de julho de 2004, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 11.116, de 18 de maio de 2005, 11.732, de 30 de junho de 2008, 10.260, de 12 de julho de 2001, 9.873, de 23 de novembro de 1999, 11.171, de 2 de setembro de 2005, 11.345, de 14 de setembro de 2006; prorroga a vigência da Lei nº 8.989, de 24 de fevereiro de 1995; revoga dispositivos das Leis nºs 8.383, de 30 de dezembro de 1991, e 8.620, de 5 de janeiro de 1993, do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966, das Leis nºs 10.190, de 14 de fevereiro de 2001, 9.718, de 27 de novembro de 1998, e 6.938, de 31 de agosto de 1981, 9.964, de 10 de abril de 2000, e, a partir da instalação do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais, os Decretos nºs 83.304, de 28 de março de 1979, e 89.892, de 2 de julho de 1984, e o art. 112 da Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005; e dá outras providências. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2009/lei/11941.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/11941.htm)>. Acesso em: 7 mar. 2012.

BRUNI, Adriano Leal. **A análise contábil e financeira**. São Paulo: Atlas, 2010. 329 p. (Série desvendando as finanças; v. 4)

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Pronunciamento Técnico CPC 26 (R1)**, de 02 de dezembro de 2011. Dispõe sobre a apresentação das demonstrações contábeis. Disponível em: <[http://www.cpc.org.br/pdf/CPC26\\_R1.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC26_R1.pdf)>. Acesso em: 21 mar. 2012.

\_\_\_\_\_. **Ofício-circular n.º 01**, de 14 de fevereiro de 2007. Orientações sobre normas contábeis pelas companhias abertas. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01\\_2007.asp](http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2007.asp)>. Acesso em: 11 abr. 2012.

DEMO, Pedro. **Pesquisa e construção de conhecimento** : metodologia científica no caminho de Habermas. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 1994. 125p.

*ECONOMATICA*. **Manual do usuário**. Disponível em: <[http://www.economatica.com/support/manual/portugues/Outros\\_tipos\\_de\\_dados.htm](http://www.economatica.com/support/manual/portugues/Outros_tipos_de_dados.htm)>. Acesso em: 24 mai. 2012.

FACHIN, Odília. **Fundamentos de metodologia**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2006. 210 p.

FRANCO, Eliane; CARVALHO, Flávia; CARVALHO, Sílvia. Como construir grupos setoriais. **Inovação Uniemp**, Campinas, v. 2, n. 2. Abr./jun. 2006. Disponível em: <[http://inovacao.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1808-23942006000200014&lng=pt&nrm=is](http://inovacao.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1808-23942006000200014&lng=pt&nrm=is)>. Acesso em: 24 mai. 2012.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1991. 159 p.

HOFFMANN, Rafael. **Diferenças entre o valor do EBITDA divulgado pelas S.A. e o apurado metodologicamente**: estudo de 129 companhias listadas na BM&FBOVESPA em 4 setores. 117 f. Monografia (Curso de Graduação em Ciências Contábeis) – Departamento de Ciências Contábeis – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. 2012.

IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Introdução à Classificação Nacional de Atividades Econômicas - CNAE 2.0**. 2007. Disponível em: <[http://www.ibge.gov.br/concla/pub/revisao2007/PropCNAE20/CNAE20\\_Introducao.pdf](http://www.ibge.gov.br/concla/pub/revisao2007/PropCNAE20/CNAE20_Introducao.pdf)>. Acesso em: 24 mai. 2012.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 254 p.

IUDÍCIBUS, Sérgio de et al. **Manual de Contabilidade societária**: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. São Paulo: Atlas, 2010. 792 p.

LOSEKANN, Vanderléia Leal. **Classificação setorial das empresas brasileiras**: Uma aplicação da análise de *Cluster*. 2008. 139 f. Dissertação de Mestrado - Universidade Federal de Santa Maria, Santa Maria, 2008. Disponível em: <[http://www.ufsm.br/adm/mestrado/dissertacoes/vanderleia\\_leal/dissertacao\\_vanderleia.pdf](http://www.ufsm.br/adm/mestrado/dissertacoes/vanderleia_leal/dissertacao_vanderleia.pdf)>. Acesso em: 24 mai. 2012.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 315 p.

MARION, José Carlos. **Contabilidade empresarial**. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 536 p.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 372 p.

MORITZ, Paula Espindola. **Resposta Técnico GOI-1 – Gerência de Orientação aos Investidores 1**. Mensagem recebida por <valtercolombo@gmail.com> em 21 set. 2011.

NAFTA – *North American Free Trade Agreement*. **North American Industry Classification System (NAICS)**. 2012. Disponível em:  
< <http://www.census.gov/eos/www/naics/>>. Acesso em: 24 mai. 2012.

PADOVEZE, Clóvis Luiz; BENEDICTO, Gideon Carvalho de. **Análise das demonstrações financeiras**. 3. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2010. 298 p.

RFB - Receita Federal do Brasil. **Apresentação do CNAE fiscal**. Disponível em:  
< <http://www.receita.fazenda.gov.br/pessoajuridica/cnaefiscal/txtcnae.htm>>. Acesso em: 24 mai. 2012.

SANTI FILHO, Armando de; OLINQUEVITCH, José Leônidas. **Análise do demonstrativo de fluxo de caixa: enfoque sobre o EBITDA, sobre o fluxo de caixa operacional e sobre as políticas financeiras**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2004. 298 p.

SILVA, Edna Lúcia da; MENEZES, Estera Muszkat. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. 3. ed. Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001. 121 p.

SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 518 p.

SOARES, Renato de Aguiar. **A evidenciação do EBITDA no Brasil: uma análise das empresas listadas no Novo Mercado da BOVESPA**. 2006. 44 f. Monografia (Curso de Graduação em Ciências Contábeis) – Departamento de Ciências Contábeis – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2006.

SZUSTER, Natan et al. **Contabilidade geral: introdução à contabilidade societária**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008. 503 p.

YAMAMOTO, Marina Mitiyo; SALOTTI, Bruno Meirelles. **Informação contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais**. São Paulo: Atlas, 2006. 99 p.

## APÊNDICES

### APÊNDICE A – EBITDA PADRÃO E AJUSTADO COLETADO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

**Quadro 6 – EBITDA padrão e ajustado coletado das Demonstrações Financeiras**

Valores em milhares de reais.

Nome	2007		2008		2009		2010		2011	
	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado
Alfa Consorc	SD <sup>[1]</sup>	SD	SD	SD	ND <sup>[2]</sup>	ND	ND	ND	ND	ND
Alfa Holding	SD	SD	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Aliansce	29.083	34.434	49.032	51.673	69.889	72.530	129.633	ND	188.899	190.389
All Amer Lat	872.400	ND	1.081.000	ND	1.101	ND	1.338.400	ND	1.494.100	ND
Alpargatas	215.400	ND	245.200	ND	297.600	ND	400.300	ND	404.500	ND
Anhanguera	ND	64.400	130.700	ND	188.600	ND	240.500	ND	ND	276.479
B2W Varejo	ND	ND	407.199	ND	488.700	ND	547.000	ND	415.400	ND
Battistella	36.963	ND	33.441	ND	22.135	ND	90.928	ND	ND	ND
Bematech	18.954	51.406	68.451	72.260	48.232	ND	58.056	ND	(46.824)	32.917
BHG	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	41.888	ND
Bic Monark	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
BR Brokers	ND	ND	65.500	ND	89.100	ND	ND	ND	151.700	ND
BR Malls Par	140.560	202.172	242.077	245.156	ND	ND	ND	ND	1.455.971	684.813
BR Properties	SD	SD	SD	SD	SD	SD	ND	ND	ND	310.500
Bradespar	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Brasilagro	(11.735)	ND	(2.102)	ND	(19.405)	(14.985)	ND	ND	29.621	22.341
Brasmotor	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Brookfield	171.893	ND	189.055	214.947	352.900	ND	744.652	ND	796.042	ND
Buettner	SD	SD	SD	SD	ND	ND	(13.361)	ND	(25.373)	ND
Cambuci	8.200	ND	23.300	ND	35.200	ND	ND	ND	26.817	ND
CC Des Imob	ND	12.500	53.800	ND	101.200	ND	196.200	ND	(121.000)	ND
CCR SA	1.454.292	ND	1.731.852	ND	1.961	ND	2.258.774	ND	2.933.762	ND
Cedro	22.300	ND	62.100	ND	48.310	ND	14.653	ND	56.050	ND
Cemepe	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Cia Hering	30.058	51.072	105.358	ND	154.013	ND	276.500	ND	394.464	ND

(Continua)

(Continuação)

Nome	2007		2008		2009		2010		2011	
	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado
Cielo	ND	ND	ND	ND	2.267.800	2.450.700	2.564.000	2.925.900	2.389.000	ND
Cims	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Const A Lind	SD	SD	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Coteminas	ND	66.500	169.900	ND	ND	ND	136.100	ND	ND	ND
Cr2	ND	ND	ND	ND	ND	ND	83.718	ND	41.979	ND
Cyre Com0Ccp	68.390	ND	88.700	ND	105.610	ND	158.749	ND	174.333	139.794
Cyrela Realty	ND	ND	ND	ND	911.307	ND	808.297	ND	852.000	1.090
Direcional	SD	SD	SD	SD	SD	SD	SD	SD	ND	243.270
Doc Imbituba	SD	SD	SD	SD	SD	SD	ND	ND	ND	ND
Dohler	SD	SD	SD	SD	2.553	ND	10.817	ND	33.370	ND
Ecorodovias	ND	ND	560.500	ND	690.800	ND	812.100	ND	482.600	523.800
Embratel Part	1.650.000	ND	ND	ND	ND	ND	3.268.200	ND	3.162.000	ND
Encorpar	SD	SD	SD	SD	SD	SD	ND	ND	ND	ND
Estacio Part	100.700	ND	98.400	ND	95.300	ND	127.400	ND	140.500	133.600
Estrela	SD	SD	SD	SD	ND	ND	ND	ND	19.238	ND
Eternit	76.924	ND	133.375	ND	123.498	ND	144.353	ND	140.107	ND
Even	55.297	78.081	128.828	ND	230.709	ND	410.002	ND	359.031	ND
Eztec	ND	63.500	77.800	ND	160.300	ND	226.484	ND	289.273	ND
Fab C Renaux	SD	SD	SD	SD	SD	SD	ND	ND	ND	ND
Gafisa	137.000	ND	221.000	ND	530.000	ND	747.000	ND	(338.600)	ND
Generalshopp	ND	37.095	ND	64.001	73.800	ND	SD	SD	ND	98.641
Gol	ND	ND	36.479	ND	556.145	ND	979.399	ND	201.954	ND
Gp Invest	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Grazziotin	ND	26.400	ND	32.300	ND	33.700	40.273	ND	43.971	ND
Grendene	ND	338.200	186.984	ND	177.100	ND	240.500	ND	213.783	ND
Guararapes	62.429	ND	101.498	ND	349.233	ND	557.594	ND	603.072	ND
Habitasul	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Helbor	33.844	47.080	68.213	ND	129.275	ND	228.588	ND	256.454	ND
Hercules	9.753	ND	7.421	ND	ND	ND	ND	ND	2.200	ND
Hoteis Othon	ND	ND	ND	ND	2.044	ND	9.267	ND	9.500	(19.500)
Ideiasnet	SD	SD	ND	ND	ND	ND	30.300	ND	54.800	ND

(Continua)

(Continuação)

Nome	2007		2008		2009		2010		2011	
	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado
Iguatemi	69.047	101.700	133.036	136.730	151.479	ND	184.880	202.563	234.967	ND
Ind Cataguas	SD	SD	SD	SD	23.196	ND	27.110	ND	ND	24.642
Inepar Tel	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Invest Bemge	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Itausa	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Itautec	118.900	ND	73.628	93.180	86.900	ND	34.200	ND	53.400	ND
Jereissati	ND	ND	ND	ND	ND	ND	2.498.000	ND	2.654.000	ND
JHSF Part	ND	ND	240.100	ND	259.900	ND	273.800	ND	311.283	ND
Karsten	30.096	ND	35.393	ND	33.729	ND	39.737	ND	(31.265)	ND
Kroton	ND	29.066	ND	51.496	(2.961)	41.799	25.845	52.152	90.813	105.007
Le Lis Blanc	27.895	28.550	26.869	34.084	28.220	39.702	74.022	ND	100.898	109.686
LF Tel	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Lix da Cunha	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
LLX Log	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Localiza	568.500	ND	700.900	ND	647.500	ND	673.301	ND	821.300	ND
Log-in	ND	84.200	96.100	ND	18.900	ND	74.000	ND	(27.100)	33.900
Lojas Americ	719.500	ND	945.200	ND	1.100.300	ND	1.355.400	ND	1.448.900	ND
Lojas Hering	SD	SD	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Lojas Marisa	124.600	152.300	196.500	148.700	277.500	279.800	383.500	ND	392.600	ND
Lojas Renner	286.000	ND	311.400	316.900	374.200	ND	505.100	ND	592.600	ND
Lopes Brasil	70.476	ND	(23.107)	ND	85.678	89.850	168.586	ND	165.093	ND
Marisol	13.854	ND	62.700	ND	73.235	ND	47.471	ND	65.289	ND
Mendes Jr	SD	SD	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Mont Aranha	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
MRV	ND	31.735	272.631	ND	441.343	ND	795.933	ND	1.045.000	ND
Multiplan	ND	212.163	250.621	ND	303.721	ND	ND	ND	455.280	ND
Mundial	41.617	ND	51.919	ND	36.429	ND	37.000	ND	48.933	ND
Net	745.747	ND	981.700	ND	ND	ND	ND	ND	1.941.800	ND
OHL Brasil	SD	SD	SD	SD	ND	ND	ND	834.200	1.012.000	ND
Oi	3.797.018	ND	ND	ND	710.000	ND	ND	3.516.000	2.612.000	8.766.000
OSX Brasil	SD	SD	SD	SD	SD	SD	ND	ND	(50.000)	ND

(Continua)



(Continuação)

Nome	2007		2008		2009		2010		2011	
	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado
Par Al Bahia	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
PDG Realt	161.100	ND	317.820	ND	448.983	ND	1.475.834	ND	1.565.100	ND
Pet Manguinh	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Petrobras	50.275.000	ND	57.170.000	ND	59.944.000	ND	60.323.000	ND	62.246.000	ND
Pettenati	48.384	ND	34.097	ND	32.540	ND	19.941	ND	8.670	ND
Polpar	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Porto Seguro	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Positivo Inf	ND	284.800	ND	ND	177.300	ND	143.000	ND	ND	70.400
Pq Hopi Hari	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Pro Metalurg	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Redecard	ND	1.289.100	ND	1.767.400	2.200.000	ND	ND	ND	ND	ND
Rodobensimob	ND	25.757	77.000	ND	63.000	ND	137.000	ND	105.000	ND
Rossi Resid	132.100	ND	145.000	ND	345.000	ND	533.000	ND	590.000	ND
Santanense	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Santos Brp	ND	224.000	269.100	ND	225.000	ND	310.092	ND	456.934	ND
Sao Carlos	ND	81.773	ND	ND	ND	ND	ND	121.600	221.100	176.700
Saraiva Livr	113.276	ND	133.652	ND	119.005	ND	150.042	ND	172.553	ND
Schlosser	SD	SD	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Sondotecnica	SD	SD	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Springer	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Springs	ND	66.500	ND	169.900	ND	ND	136.100	ND	ND	ND
Sultepa	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Tam S/A	378.200	ND	SD	SD	812.065	ND	1.696.782	ND	1.707.363	ND
Tecnisa	77.800	77.800	73.335	ND	153.398	ND	263.000	ND	ND	317.647
Tectoy	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	495	ND
Tegma	ND	ND	117.117	ND	161.256	ND	186.874	ND	ND	206.372
Teka	SD	SD	SD	SD	SD	SD	17.300	ND	(23.600)	ND
Tele Nort Cl	144.631	ND	133.500	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Telef Brasil	6.214.900	ND	6.555.700	ND	5.876.800	ND	5.460.200	ND	10.383.300	ND
Tim Part S/A	2.869.900	ND	2.899.000	ND	3.063.000	ND	4.194.000	ND	4.637.000	ND
Totvs	96.402	ND	139.833	ND	249.265	ND	289.552	ND	308.683	ND

(Continua)

(Conclusão)

Nome	2007		2008		2009		2010		2011	
	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado	Padrão	Ajustado
Trisul	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	75.668	ND
Triunfo Part	ND	ND	ND	ND	239.622	ND	ND	275.576	ND	286.022
Ultrapar	779.000	ND	1.079.000	ND	1.354.000	ND	1.776.000	ND	2.011.000	ND
Viavarejo	132.801	ND	ND	ND	(326.800)	ND	347.600	ND	1.092.900	ND
Vicunha Text	129.329	ND	93.317	121.094	147.000	ND	183.838	ND	171.469	ND
Viver	27.933	ND	ND	ND	45.254	45.254	141.107	140.077	16.986	120.585
Vulcabras	357.184	ND	266.769	ND	304.000	ND	ND	299.613	(131.900)	ND
Wembley	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Whirlpool	SD	SD	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Fer C Atlant	SD	SD	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND	ND

Notas: <sup>[1]</sup> companhias sem Demonstrações Financeiras publicados neste ano.

<sup>[2]</sup> companhias sem o EBITDA divulgado em suas demonstrações.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados das Demonstrações Financeiras das companhias participantes da amostra (2007 a 2011).

## APÊNDICE B – CÁLCULO DO EBITDA PARA AS COMPANHIAS DA AMOSTRA

Tabela 7 – Cálculo do EBITDA de 2007 para as companhias da amostra

Valores em milhares de reais.

Nome	(a) Lucro Líquido	(b) Participação Minoritários [1]	(c) Receita Financeira	(d) Despesa Financeira	(e) Depreciação e Amortização	(f) IR&CS [2]	(a+b-c+d+e+f) EBITDA calculado
Alfa Consorc	77.369	61.084	41.737	21.848	-	37.793	156.357
Alfa Holding	61.981	10.029	3.762	2.436	-	19.364	90.048
Aliansce	7.609	1.154	1.858	7.344	-	7.792	22.041
All Amer Lat	216.803	18	264.046	679.244	213.393	49.083	894.495
Alpargatas	120.213	-	33.389	12.710	31.139	33.164	163.837
Anhanguera	405	-	24.304	12.431	43.961	3.548	36.041
B2W Varejo	62.204	-	8.414	179.425	56.761	33.234	323.210
Battistella	1.645	705	24.875	26.217	-	3.829	7.521
Bematech	5.349	704	19.183	12.578	23.863	7.045	30.356
BHG	49.750	-	38.695	64	160	-	11.279
Bic Monark	5.719	115	14.355	4.214	-	4.595	288
BR Brokers	8.825	121	5.393	1.347	196	3.352	8.448
BR Malls Par	70.361	350	58.071	161.864	81.700	13.592	269.796
BR Properties	13.154	-	5.909	25.520	-	355	33.120
Bradespar	1.084.787	87.979	54.321	4.020	481.000	405.408	2.008.873
Brasilagro	1.108	111	29.225	7.672	261	6.062	(14.011)
Brasmotor	227.521	-	9.548	563	-	7.466	226.002
Brookfield	154.589	-	75.202	69.440	1.201	21.865	171.893
Buettner	14.843	-	3.822	22.002	-	-	33.023
Cambuci	7.145	8	-	-	-	612	7.765
CC Des Imob	6.109	424	35.621	8.367	1.376	5.143	(14.202)
CCR SA	583.581	8.086	95.771	327.973	319.831	299.162	1.442.862
Cedro	4.895	287	3.185	10.188	25.443	298	37.926
Cemepe	256	-	-	174	-	-	430
Cia Hering	18.693	1	70.756	83.275	9.961	11.114	52.288
Cielo	883.937	-	127.826	52.675	132.439	468.449	1.409.674
Cims	34	-	1	-	-	-	33
Const A Lind	12.263	795	683	4.817	-	597	17.789
Coteminas	257.593	176.070	54.519	198.069	-	21.580	598.793
Cr2	5.221	166	24.216	41	151	1.594	(17.043)
Cyre ComOCcp	19.384	11.267	6.364	20.817	2.255	10.109	57.468
Cyrela Realty	422.149	24.585	144.188	118.954	10.632	55.710	487.842
Direcional	24.851	391	2.648	2.585	-	4.062	29.241
Doc Imbituba	866	-	198	1.336	-	-	2.004
Dohler	793	8	17.783	8.661	-	2.658	(5.663)
Ecorodovias	159.805	2.127	13.621	91.203	-	82.771	322.285
Embratel Part	840.788	34.031	148.123	300.507	-	351.127	1.378.330
Encorpar	155	-	1.402	170	-	459	(618)
Estacio Part	27.315	-	20.323	8.133	-	2.109	17.234
Estrela	17.182	-	2.335	21.437	-	-	36.284
Eternit	43.688	-	34.704	37.304	25.493	1.194	72.975
Even	30.073	6.435	27.307	26.914	1.195	16.133	53.443
Eztec	45.922	55	28.204	5.069	2.433	6.163	31.438
Fab C Renaux	29.579	-	256	18.200	-	1.320	48.843
Gafisa	113.603	8.410	49.446	35.291	14.823	30.946	153.627
Generalshopp	19.121	-	12.400	23.780	4.546	8.274	43.321
Gol	268.527	-	513.613	407.415	101.741	256.907	520.977
Gp Invest	49.028	80.190	33.106	-	-	6.740	102.852

(Continua)

(Continuação)

Nome	(a) Lucro Líquido	(b) Participação Minoritários [1]	(c) Receita Financeira	(d) Despesa Financeira	(e) Depreciação e Amortização	(f) IR&CS [2]	(a+b-c+d+e+f) EBITDA calculado
Grazziotin	23.868	0	11.744	314	-	8.603	21.042
Grendene	126.008	117	135.164	148.921	19.920	53.258	213.060
Guararapes	179.718	-	324.340	43.908	-	93.343	(7.371)
Habitasul	4.102	176	29.264	10.019	-	3.799	(11.168)
Helbor	6.510	3.558	13.278	12.287	16.533	8.340	33.950
Hercules	12.947	-	31	23.208	-	-	36.124
Hoteis Othon	19.197	-	3.548	21.007	-	-	36.656
Ideiasnet	60	1.055	4.607	7.027	-	4.026	7.561
Iguatemi	49.832	423	56.248	31.747	26.259	10.906	62.919
Ind Cataguas	12.723	-	7.681	4.403	-	5.662	15.107
Inepar Tel	938	-	-	355	-	-	1.293
Invest Bemge	13.296	-	12.071	-	-	1.565	2.790
Itausa	3.988.482	4.927.748	32.501.389	11.273.011	770.570	4.949.525	(6.592.053)
Itautec	100.553	29	9.891	15.688	35.511	21.192	163.082
Jereissati	345.893	265.027	181.021	204.748	-	106.568	741.215
JHSF Part	53.284	9.870	21.949	22.428	19.123	14.798	97.554
Karsten	10.964	-	8.106	11.910	11.407	2.496	28.671
Kroton	16.583	2	17.813	7.677	4.472	558	11.479
Le Lis Blanc	15.983	-	428	3.255	-	7.707	26.517
LF Tel	30.957	244.872	102.357	158.942	-	93.043	425.457
Lix da Cunha	2.337	161	31.187	24.881	-	-	(3.808)
LLX Log	160.866	1.383	3	1.829	-	415	164.490
Localiza	156.992	244	25.453	90.612	271.526	64.385	558.306
Log-in	62.026	662	24.294	25.159	2.739	28.654	94.946
Lojas Americ	102.964	28.831	82.041	448.062	-	57.562	555.378
Lojas Hering	401	-	34	442	-	153	962
Lojas Marisa	47.693	461	90.771	148.394	39.895	20.607	166.279
Lojas Renner	155.862	-	142.425	156.457	49.707	57.055	276.656
Lopes Brasil	52.059	1.748	553	1.144	2.894	15.733	73.025
Marisol	9.599	1.281	8.178	14.694	-	22	17.418
Mendes Jr	251.228	-	645.187	303.550	-	129.819	39.410
Mont Aranha	158.445	-	18.006	10	-	1.652	142.101
MRV	42.803	907	43.320	6.639	852	23.854	31.735
Multiplan	21.158	165	23.470	45.950	141.972	13.043	198.818
Mundial	3.251	-	21.671	35.459	-	4.306	21.345
Net	174.255	283	75.379	149.417	404.590	52.336	705.502
OHL Brasil	74.878	-	11.895	109.219	209.919	47.737	429.858
Oi	797.287	1.830	435.948	699.035	2.465.086	288.291	3.815.581
OSX Brasil	5.484	-	-	-	-	-	5.484
Par Al Bahia	26.949	117.707	161.457	91.540	-	69.172	143.911
PDG Realt	71.157	18.110	-	36.202	16.573	19.060	161.102
Pet Manguinh	26.607	19	13.383	15.884	-	41	29.168
Petrobras	21.511.789	1.742.826	2.506.543	3.292.002	10.793.738	11.272.758	46.106.570
Pettenati	7.440	-	3.073	4.193	-	3.709	12.269
Polpar	106	-	470	4	-	35	(325)
Porto Seguro	419.864	115	659.846	175.864	37.912	193.810	167.719
Positivo Inf	65.775	-	25.971	21.221	11.059	24.288	96.372
Pq Hopi Hari	80.016	-	1.316	67.960	-	-	146.660
Pro Metalurg	13.162	-	-	14.605	-	-	27.767
Redecard	700.765	-	391.262	111.200	113.496	330.583	864.782
Rodobensimob	40.287	14	45.354	5.640	412	4.659	5.658
Rossi Resid	131.315	-	145.421	106.593	1.325	25.886	119.698

(Continua)

(Conclusão)

Nome	(a) Lucro Líquido	(b) Participação Minoritários <sup>[1]</sup>	(c) Receita Financeira	(d) Despesa Financeira	(e) Depreciação e Amortização	(f) IR&CS <sup>[2]</sup>	(a+b-c+d+e+f) EBITDA calculado
Santanense	5.202	-	1.791	13.697	-	1.672	18.780
Santos Brp	24.921	-	6.479	4.533	-	7.095	30.070
Sao Carlos	68.331	-	27.249	51.023	2.858	14.176	109.139
Saraiva Livr	70.207	16	14.126	10.695	10.715	30.793	108.300
Schlosser	24.153	-	813	14.895	-	826	39.061
Sondotecnica	7.350	16	5.212	2.348	-	1.851	6.353
Springer	3.155	8.398	-	3.727	6.548	7.868	29.696
Springs	429.116	-	19.085	185.088	-	33.285	628.404
Sultepa	7.161	2.547	44.094	35.591	-	7.360	8.565
Tam S/A	128.896	10	450.192	454.757	116.845	42.099	292.415
Tecnisa	32.509	2.195	39.818	20.095	-	9.498	24.479
Tectoy	1.639	191	1.853	2.185	-	484	2.646
Tegma	44.274	6	13.093	11.591	10.470	29.677	82.925
Teka	89.722	3	587	91.510	-	4.811	185.459
Tele Nort Cl	3.194	1.573	9.989	37.816	109.943	-	142.537
Telef Brasil	2.362.960	-	503.453	810.385	2.699.122	977.486	6.346.500
Tim Part S/A	76.095	-	206.226	485.077	2.323.674	166.837	2.845.457
Totvs	37.233	384	12.781	9.656	51.658	10.260	96.410
Trisul	22.011	1	8.627	5.552	-	6.259	25.196
Triunfo Part	9.884	-	2.128	22.202	-	1.823	31.781
Ultrapar	181.893	100.959	150.241	269.652	300.588	85.965	788.816
Viavarejo	89.289	-	105.432	144.579	42.796	38.431	209.663
Vicunha Text	38	54	38.903	118.925	-	1.658	81.772
Viver	61.467	-	33.445	37.535	309	6.186	72.052
Vulcabras	12.213	-	38.333	90.339	-	47.107	111.326
Wembley	59.924	370.527	66.433	201.932	-	19.174	585.124
Whirlpool	475.609	8.220	147.943	304.858	-	62.036	702.780
Fer C Atlant	23.386	-	11.102	26.590	-	20.462	59.336

Notas: <sup>[1]</sup> Refere-se à parcela do lucro líquido da companhia que é destinada aos acionistas minoritários.

<sup>[2]</sup> Imposto de Renda e Contribuição Social (IR&CS).

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados das Demonstrações Financeiras das companhias analisadas coletados no programa de computador *Economática* (2007).

**Tabela 8 – Cálculo do EBITDA de 2008 para as companhias da amostra**

Valores em milhares de reais.

Nome	(a) Lucro Líquido	(b) Participação Minoritários <sup>[1]</sup>	(c) Receita Financeira	(d) Despesa Financeira	(e) Depreciação e Amortização	(f) IR&CS <sup>[2]</sup>	(a+b-c+d+e+f) EBITDA calculado
Alfa Consorc	65.040	52.526	51.734	23.762	2.717	33.932	126.243
Alfa Holding	53.643	6.219	2.544	276	-	17.282	74.876
Aliansce	(13.089)	376	(41.870)	(3.421)	36.731	7.422	69.889
All Amer Lat	176.726	(1.278)	263.579	1.027.134	360.702	11.579	1.311.284
Alpargatas	173.181	(1.305)	28.443	23.253	55.308	18.539	240.533
Anhanguera	(26.016)	-	39.816	48.504	147.992	4.881	135.545
B2W Varejo	61.768	-	188.927	364.148	87.202	35.903	360.094
Battistella	(130.389)	220	27.487	163.027	31.097	7.567	44.035
Bematech	51.716	-	31.454	12.359	33.982	2.496	69.099
BHG	(204.477)	-	72.202	1.232	3.094	11.317	(261.036)
Bic Monark	10.605	735	19.822	303	1.215	5.874	(1.090)
BR Brokers	26.521	149	22.921	4.766	13.912	26.283	48.710
BR Malls Par	(30.457)	2.603	123.343	259.098	91.630	34.934	234.465
BR Properties	(1.579)	-	23.216	72.723	15.619	1.674	65.221
Bradespar	1.126.271	25.101	135.209	420.476	450.000	39.820	1.926.459
Brasilagro	(4.307)	(106)	8.263	1.985	660	(703)	(10.734)
Brasmotor	325.428	-	9.656	587	45	3.209	319.613
Brookfield	102.837	-	36.826	80.880	1.972	40.192	189.055
Buettner	(12.651)	-	19.518	32.702	3.227	-	3.760
Cambuci	(4.138)	-	-	-	7.588	-	3.450
CC Des Imob	51.753	(401)	38.603	14.269	11.712	15.084	53.814
CCR SA	713.586	9.190	187.954	440.952	353.829	392.128	1.721.731
Cedro	24.015	993	13.616	25.743	25.551	4.367	67.053
Cemepe	(1.336)	-	-	155	2	-	(1.179)
Cia Hering	37.722	(35)	106.745	148.130	15.434	10.863	105.369
Cielo	1.393.843	-	170.793	58.928	174.019	737.003	2.193.000
Cims	(31)	-	2	-	-	-	(34)
Const A Lind	(18.604)	(37)	611	10.616	4.770	240	(3.626)
Coteminas	13.624	(118.223)	67.934	246.651	162.771	3.885	240.774
Cr2	37.561	(115)	18.888	697	586	7.748	27.589
Cyre Com-Ccp	33.809	13.492	6.338	28.887	8.722	8.315	86.887
Cyrela Realty	277.708	47.833	190.740	201.520	(61.603)	112.399	387.117
Direcional	64.424	3.454	10.256	4.004	-	8.008	69.634
Doc Imbituba	(5.299)	-	431	1.581	540	-	(3.609)
Dohler	6.586	19	22.205	12.210	9.403	3.273	9.286
Ecorodovias	129.516	-	11.586	170.127	158.340	111.924	558.321
Embratel Part	612.703	7.237	145.408	541.499	1.213.458	57.112	2.286.601
Encorpar	7.276	-	1.645	195	190	773	6.789
Estacio Part	37.635	-	39.441	13.099	44.772	8.692	64.757
Estrela	(24.646)	-	4.639	29.745	-	-	460
Eternit	81.201	-	43.256	41.317	18.081	36.032	133.375
Even	59.091	12.496	31.295	38.860	5.860	26.148	111.160
Eztec	102.156	(1.473)	42.797	1.152	1.007	16.304	76.349
Fab C Renaux	(30.908)	-	353	23.686	5.505	1.439	(631)
Gafisa	109.921	-	-	-	52.635	43.398	205.954
Generalshopp	(7.707)	-	9.756	58.696	12.165	7.565	60.963
Gol	(1.237.114)	-	752.344	1.858.738	104.900	45.456	19.636
Gp Invest	(443.489)	(558.025)	80.202	85.896	2.469	5.836	(987.515)
Grazziotin	30.527	0	12.923	602	4.686	12.178	35.070
Grendene	243.162	49	221.701	212.211	19.862	12.655	266.238
Guararapes	136.938	-	227.858	42.234	79.938	70.246	101.498

(Continua)

(Continuação)

Nome	(a) Lucro Líquido	(b) Participação Minoritários <sup>[1]</sup>	(c) Receita Financeira	(d) Despesa Financeira	(e) Depreciação e Amortização	(f) IR&CS <sup>[2]</sup>	(a+b- c+d+e+f) EBITDA calculado
Habitasul	(45.820)	254	5.731	10.027	612	528	(40.130)
Helbor	48.382	7.271	26.699	10.021	17.451	11.787	68.213
Hercules	(19.325)	-	104	27.675	-	-	8.246
Hoteis Othon	(19.798)	-	3.997	21.189	8.181	-	5.575
Ideiasnet	(9.639)	542	4.667	21.697	11.004	5.171	24.108
Iguatemi	76.754	41	51.077	45.747	42.624	17.843	131.932
Ind Cataguas	9.212	-	15.204	15.894	7.615	2.836	20.353
Inepar Tel	(789)	-	-	433	-	-	(356)
Invest Bemge	7.951	-	12.699	-	-	4.520	(228)
Itausa	2.699.680	2.731.506	65.001.679	41.559.198	3.153.898	(9.372.031)	(24.229.428)
Itautec	40.543	23	30.381	42.349	16.883	5.221	74.638
Jereissati	19.480	189.949	361.941	674.700	520.327	79.554	1.122.069
JHSF Part	150.338	898	23.709	27.415	54.071	32.277	241.290
Karsten	(43.794)	-	11.713	80.128	11.561	(668)	35.514
Kroton	30.560	(54)	27.490	13.565	19.541	10.076	46.198
Le Lis Blanc	15.630	-	4.923	8.253	10.992	1.204	31.156
LF Tel	(43.301)	-	272.120	567.614	475.927	61.958	790.078
Lix da Cunha	(4.016)	(1.720)	37.507	49.284	268	-	6.309
LLX Log	(52.972)	(16.767)	16.211	4.083	1.930	569	(79.368)
Localiza	136.517	-	28.575	161.787	379.852	51.345	700.926
Log-In	83.373	49	34.453	8.032	17.406	(2.944)	71.463
Lojas Americ	89.527	26.466	399.639	810.444	212.389	67.523	806.710
Lojas Hering	(259)	-	53	415	530	(143)	490
Lojas Marisa	49.984	7	128.902	173.617	75.289	26.462	196.457
Lojas Renner	162.450	-	164.507	174.618	62.026	62.750	297.337
Lopes Brasil	(66.945)	13.053	19.373	8.657	23.129	18.372	(23.107)
Marisol	21.348	200	10.992	21.468	22.954	7.319	62.297
Mendes Jr	394.503	-	926.088	391.809	89	106.577	(33.110)
Mont Aranha	(1.323)	-	15.743	124	1.181	2.079	(13.682)
MRV	231.030	20.647	59.094	18.027	10.874	44.734	266.218
Multiplan	77.397	766	34.738	31.194	156.122	19.881	250.622
Mundial	7.379	-	26.426	47.635	25.228	1.262	55.078
Net	(95.006)	-	113.935	432.462	607.204	148.989	979.714
OHL Brasil	105.438	-	28.942	173.339	211.908	62.120	523.863
Oi	1.029.816	(1.851)	697.190	970.749	2.066.046	551.468	3.919.038
OSX Brasil	(57.670)	-	-	-	-	-	(57.670)
Par Al Bahia	401.558	(72)	27.080	8.119	7.921	203.370	593.816
PDG Realt	182.463	31.518	-	-	28.198	33.247	275.426
Pet Manguinh	(384.705)	(162)	1.488	31.243	6.691	116	(348.305)
Petrobras	32.987.792	(2.089.497)	3.494.429	4.193.135	12.390.412	15.961.977	59.949.390
Pettenati	2.122	(1.662)	5.729	6.828	-	2.536	4.096
Polpar	(161)	-	149	7	-	-	(303)
Porto Seguro	290.175	140	678.775	234.540	74.788	111.836	32.704
Positivo Inf	136.075	-	-	-	19.520	11.210	166.805
Pq Hopi Hari	(88.229)	-	1.730	79.214	24.762	-	14.017
Pro Metalurg	(19.780)	-	-	15.067	11	-	(4.702)
Redecard	1.196.120	-	688.526	169.011	119.447	583.507	1.379.559
Rodobensimob	82.818	67	29.782	7.588	1.186	15.348	77.225
Rossi Resid	118.638	-	22.535	32.139	10.289	6.354	144.885
Santanense	32.916	-	2.291	2.704	8.944	3.694	45.967
Santos Brp	47.139	(956)	34.252	42.917	153.715	58.824	267.387
Sao Carlos	33.764	-	18.006	76.162	23.083	10.401	125.404

(Continua)

(Conclusão)

Nome	(a) Lucro Líquido	(b) Participação Minoritários <sup>[1]</sup>	(c) Receita Financeira	(d) Despesa Financeira	(e) Depreciação e Amortização	(f) IR&CS <sup>[2]</sup>	(a+b- c+d+e+f) EBITDA calculado
Saraiva Livr	72.033	5	6.863	18.741	34.673	27.111	145.700
Schlosser	(19.601)	-	483	18.177	589	-	(1.318)
Sondotecnica	9.468	16	6.362	2.173	509	1.568	7.372
Springer	2.032	(3.045)	3.398	8.876	5.847	2.162	12.474
Springs	(342.379)	-	24.407	272.246	149.849	(19.647)	35.662
Sultepe	10.799	103	54.580	34.038	7.079	10.404	7.843
Tam S/A	(1.360.107)	868	1.714.915	4.385.271	463.886	(585.927)	1.189.076
Tecnisa	75.276	8.413	54.271	16.247	6.972	18.475	71.112
Tectoy	(8.863)	(3.219)	2.376	2.186	495	21	(11.756)
Tegma	53.010	(27)	18.880	10.961	39.876	33.691	118.631
Teka	(177.852)	-	4.334	108.838	27.386	55.586	9.624
Tele Nort Cl	37.579	(4.627)	9.195	37.748	103.861	(31.812)	133.554
Telef Brasil	2.419.971	-	932.554	1.160.440	2.775.627	1.081.693	6.505.177
Tim Part S/A	180.152	-	1.164.662	1.539.637	2.408.545	(64.254)	2.899.418
Totvs	48.212	1.294	26.093	24.608	87.497	4.365	139.883
Trisul	8.781	-	32.457	23.767	9.040	8.957	18.088
Triunfo Part	(89.954)	(7)	56.527	174.168	142.521	1.611	171.812
Ultrapar	390.269	4.495	257.243	426.077	375.476	151.583	1.090.657
Viavarejo	16.559	-	30.586	86.187	44.853	11.562	128.575
Vicunha Text	(194.791)	-	102.381	318.010	76.321	(3.741)	93.418
Viver	(74.974)	-	32.928	41.369	1.384	16.428	(48.721)
Vulcabras	173.190	-	135.373	166.274	-	6.290	210.381
Wembley	26.594	(106.439)	76.451	231.452	162.960	6.697	244.813
Whirlpool	662.823	20.105	344.242	466.166	149.969	74.329	1.029.150
Fer C Atlant	57.014	-	16.049	12.793	86.250	2.455	142.463

Notas: <sup>[1]</sup> Refere-se à parcela do lucro líquido da companhia que é destinada aos acionistas minoritários.

<sup>[2]</sup> Imposto de Renda e Contribuição Social (IR&CS).

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados das Demonstrações Financeiras das companhias analisadas coletados no programa de computador *Economática* (2008).



**Tabela 9 – Cálculo do EBITDA de 2009 para as companhias da amostra**

Valores em milhares de reais.

Nome	(a) Lucro Líquido	(b) Participação Minoritários <sup>[1]</sup>	(c) Receita Financeira	(d) Despesa Financeira	(e) Depreciação e Amortização	(f) IR&CS <sup>[2]</sup>	(a+b-c+d+e+f) EBITDA calculado
Alfa Consorc	46.296	20.621	55.637	36.331	2.833	27.538	77.982
Alfa Holding	40.621	2.589	2.161	336	-	14.503	55.888
Aliansce	43.287	3.236	8.675	51.259	18.632	12.593	120.332
All Amer Lat	31.653	5.351	249.726	1.096.883	522.115	(254.823)	1.151.453
Alpargatas	134.755	4.505	31.629	59.390	60.530	14.985	242.536
Anhanguera	72.859	1.262	30.913	66.648	50.248	10.440	170.544
B2W Varejo	47.609	-	170.788	456.528	65.495	26.753	425.597
Battistella	(39.864)	107	19.021	57.472	21.053	3.300	23.047
Bematech	27.922	-	10.423	9.997	8.738	11.204	47.438
BHG	2.636	(968)	39.756	9.450	13.802	4.633	(10.203)
Bic Monark	8.451	94	15.674	184	751	4.791	(1.403)
BR Brokers	44.927	394	5.736	3.000	8.971	29.596	81.152
BR Malls Par	1.094.468	-	-	6.584	11.697	447.360	1.560.109
BR Properties	28.999	-	18.219	60.682	16.460	3.418	91.340
Bradespar	952.732	9.763	348.243	328.997	316.573	401.945	1.661.767
Brasilagro	48	(52)	18.815	8.503	-	(2.200)	(12.516)
Brasmotor	164.049	-	7.975	605	45	1.229	157.953
Brookfield	201.887	-	35.492	136.131	17.301	33.025	352.852
Buettner	58.918	-	7.527	34.098	2.124	(33.019)	54.594
Cambuci	69.738	(108)	-	16.830	768	-	87.228
CC Des Imob	58.007	-	22.743	35.410	2.152	28.418	101.244
CCR SA	634.564	7.309	365.826	787.977	425.551	415.150	1.904.725
Cedro	2.751	2.896	6.133	28.517	21.052	(662)	48.421
Cemepe	2.551	-	2.781	93	2	-	(135)
Cia Hering	114.554	(1)	89.416	38.776	19.091	71.009	154.013
Cielo	1.533.794	-	317.901	89.882	160.271	797.304	2.263.350
Cims	(56)	-	1	-	-	-	(56)
Const A Lind	(893)	-	294	5.531	45	(4.946)	(557)
Coteminas	3.167	22.806	32.167	(32.304)	134.419	(10.528)	85.393
Cr2	15.096	(454)	7.160	8.288	650	3.506	19.926
Cyre Com-Ccp	62.510	13.333	7.374	24.040	6.561	10.370	109.440
Cyrela Realty	729.349	97.549	210.802	225.335	36.381	114.127	991.939
Direcional	79.095	7.048	13.589	3.140	6.084	11.390	93.168
Doc Imbituba	(4.569)	-	240	1.055	574	-	(3.180)
Dohler	3.845	8	15.689	7.817	7.897	1.429	5.307
Ecorodovias	192.393	-	26.064	182.718	205.729	133.608	688.384
Embratel Part	1.292.709	54.697	128.349	(166.436)	1.311.425	718.172	3.082.218
Encorpar	134	-	1.432	297	211	565	(225)
Estacio Part	64.280	-	29.987	14.961	40.229	5.408	94.891
Estrela	(28.611)	-	4.142	27.213	-	-	(5.540)
Eternit	73.187	5	18.363	19.235	17.887	31.512	123.463
Even	124.454	11.184	35.468	43.844	3.448	43.877	191.339
Eztec	162.931	260	21.882	1.480	1.012	16.796	160.597
Fab C Renaux	(35.186)	-	357	24.262	5.473	4.616	(1.192)
Gafisa	213.540	71.400	129.566	210.394	33.184	95.406	494.358
Generalshopp	24.423	-	20.820	44.152	10.120	14.491	72.366
Gol	858.466	-	1.418.902	1.076.058	142.853	(135.027)	523.448
Gp Invest	223.532	476.828	-	17.459	3.541	2.894	724.254
Grazziotin	28.444	0	12.546	1.082	5.342	12.492	34.814
Grendene	272.211	(110)	211.763	76.139	26.307	15.707	178.491
Guararapes	214.151	-	86.736	61.024	112.298	48.496	349.233

(Continua)

(Continuação)

Nome	(a) Lucro Líquido	(b) Participação Minoritários <sup>[1]</sup>	(c) Receita Financeira	(d) Despesa Financeira	(e) Depreciação e Amortização	(f) IR&CS <sup>[2]</sup>	(a+b- c+d+e+f) EBITDA calculado
Habitasul	17.009	(19)	10.201	21.732	432	328	29.281
Helbor	78.670	9.468	13.417	5.813	13.100	20.622	114.256
Hercules	(4.059)	-	121	7.021	-	-	2.841
Hoteis Othon	5.047	-	4.171	24.825	8.438	112	34.251
Ideiasnet	(46.273)	(63)	11.091	26.623	7.863	1.948	(20.993)
Iguatemi	86.434	41	35.116	42.138	32.979	25.003	151.479
Ind Cataguas	14.437	-	16.689	3.803	8.066	3.897	13.514
Inepar Tel	(739)	-	-	350	-	-	(389)
Invest Bemge	9.336	-	12.090	-	-	2.526	(228)
Itausa	3.930.204	7.811.982	76.927.150	30.690.876	2.350.516	7.515.664	(24.627.908)
Itautec	53.569	2	8.086	7.923	21.071	890	75.369
Jereissati	76.370	(140.313)	470.058	958.370	1.183.346	103.608	1.711.323
JHSF Part	149.171	975	30.770	40.364	81.984	18.151	259.875
Karsten	8.566	-	6.831	24.743	5.985	678	33.141
Kroton	(8.104)	63	26.229	18.714	16.452	6.646	7.542
Le Lis Blanc	6.643	-	3.025	7.494	17.419	4.173	32.704
LF Tel	(60.822)	-	401.560	879.395	1.145.733	75.851	1.638.597
Lix da Cunha	1.341	(264)	33.820	24.241	294	-	(8.208)
LLX Log	(48.732)	(8.248)	255.085	266.820	9.004	(27.751)	(63.992)
Localiza	102.030	-	31.121	144.022	393.098	39.443	647.472
Log-In	(6.598)	(399)	11.291	6.459	22.188	26	10.385
Lojas Americ	152.028	20.656	306.478	854.951	201.102	83.412	1.005.671
Lojas Hering	(192)	-	73	1.693	550	(141)	1.837
Lojas Marisa	140.705	7	54.535	62.430	87.980	40.947	277.534
Lojas Renner	189.589	-	175.337	186.025	74.073	76.270	350.620
Lopes Brasil	49.997	18.134	13.557	2.897	7.943	18.494	83.908
Marisol	35.762	(1.978)	17.040	18.572	22.747	14.288	72.351
Mendes Jr	380.781	-	819.902	273.924	76	176.901	11.780
Mont Aranha	74.101	-	14.533	355	1.186	-	61.109
MRV	347.422	26.760	59.561	21.220	14.728	48.576	399.145
Multiplan	171.448	(11)	36.274	41.388	37.979	87.535	302.065
Mundial	(16.627)	-	23.644	35.626	13.823	26.401	35.579
Net	735.948	-	92.779	27.335	618.748	(47.035)	1.242.217
OHL Brasil	176.278	-	33.195	188.780	256.613	88.494	676.970
Oi	(1.142.689)	2.000	576.197	857.546	1.980.544	(411.515)	709.689
OSX Brasil	(33.358)	(1)	-	80	3	(3.298)	(36.574)
Par Al Bahia	5.736	(31)	33.980	5.361	8.611	5.750	(8.553)
PDG Realt	338.132	(4.171)	77.995	25.154	4.938	37.366	323.424
Pet Manguinh	111.331	(161)	18.771	63.866	5.963	(44.427)	117.801
Petrobras	28.981.708	2.752.374	3.505.187	5.854.389	14.767.185	9.977.206	58.827.675
Pettenati	2.957	(2.780)	6.615	6.344	-	2.734	2.639
Polpar	309	-	722	5	-	44	(364)
Porto Seguro	328.416	166	723.357	189.434	100.034	105.011	(296)
Positivo Inf	118.717	-	23.458	117.171	21.355	(65.508)	168.277
Pq Hopi Hari	28.431	-	2.475	(14.160)	22.815	(21.043)	13.568
Pro Metalurg	(16.112)	-	-	14.303	5	-	(1.804)
Redecard	1.394.560	-	764.885	170.115	125.310	674.838	1.599.938
Rodobensimob	27.770	(14)	20.236	19.759	6.530	16.280	50.089
Rossi Resid	218.099	-	57.177	26.651	27.401	37.018	251.992
Santanense	18.760	-	2.542	10.056	9.019	2.605	37.898
Santos Brp	41.421	(1.977)	74.994	78.571	110.044	66.772	219.837
Sao Carlos	133.385	-	27.492	59.163	22.264	29.101	216.421

(Continua)

(Conclusão)

Nome	(a) Lucro Líquido	(b) Participação Minoritários <sup>[1]</sup>	(c) Receita Financeira	(d) Despesa Financeira	(e) Depreciação e Amortização	(f) IR&CS <sup>[2]</sup>	(a+b-c+d+e+f) EBITDA calculado
Saraiva Livr	53.007	2	2.531	23.079	22.747	19.963	116.267
Schlosser	22.181	-	999	22.272	750	-	44.204
Sondotecnica	10.750	-	2.930	(1.217)	647	3.388	10.638
Springer	(4.085)	(1.720)	4.070	7.210	6.016	(1.018)	2.333
Springs	38.975	1.634	20.700	(61.627)	121.678	(11.087)	68.873
Sultepe	14.706	89	66.913	53.671	7.508	(7.800)	1.261
Tam S/A	1.342.539	1.682	3.320.708	1.632.583	550.429	679.924	886.449
Tecnisa	110.536	21.943	36.530	13.272	19.370	22.319	150.910
Tectoy	(18.416)	(538)	4.558	3.513	740	-	(19.259)
Tegma	76.480	(11)	9.349	21.093	41.677	30.958	160.848
Teka	(55.791)	-	(1.788)	106.277	28.350	(35.993)	44.631
Tele Nort Cl	551.812	-	309.244	198.972	888.217	244.499	1.574.256
Telef Brasil	2.172.973	-	455.887	650.530	2.505.475	989.308	5.862.399
Tim Part S/A	214.893	-	834.127	1.090.743	2.582.807	5.516	3.059.832
Totvs	120.296	2.600	19.257	50.481	69.918	25.227	249.265
Trisul	51.516	(127)	22.992	32.841	11.614	16.518	89.370
Triunfo Part	53.185	(212)	67.081	85.361	134.583	23.526	229.362
Ultrapar	466.748	3.606	168.949	447.114	439.328	187.094	1.374.941
Viavarejo	(315.564)	-	21.524	96.828	51.877	(138.389)	(326.772)
Vicunha Text	(28.034)	-	113.339	214.564	72.102	(199.174)	(53.881)
Viver	12.973	-	48.727	36.285	1.732	(11.942)	(9.679)
Vulcabras	136.877	-	73.750	177.119	-	(4.924)	235.322
Wembley	2.009	23.696	34.865	(32.245)	134.630	(9.930)	83.295
Whirlpool	363.205	28.037	435.583	511.852	159.314	(657)	626.168
Fer C Atlant	4.217	-	6.227	(1.130)	95.709	-	92.569

Notas: <sup>[1]</sup> Refere-se à parcela do lucro líquido da companhia que é destinada aos acionistas minoritários.

<sup>[2]</sup> Imposto de Renda e Contribuição Social (IR&CS).

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados das Demonstrações Financeiras das companhias analisadas coletados no programa de computador *Economática* (2009).

**Tabela 10 – Cálculo do EBITDA de 2010 para as companhias da amostra**

Valores em milhares de reais.

Nome	(a) Lucro Líquido	(b) Participação Minoritários <sup>[1]</sup>	(c) Receita Financeira	(d) Despesa Financeira	(e) Depreciação e Amortização	(f) IR&CS <sup>[2]</sup>	(a+b-c+d+e+f) EBITDA calculado
Alfa Consorc	50.724	19.058	510.956	342.312	1.161	27.898	(69.803)
Alfa Holding	43.244	-	325.656	228.201	-	11.246	(42.965)
Aliansce	54.565	1.567	50.460	70.925	21.396	22.841	120.834
All Amer Lat	245.861	(5.982)	218.735	1.031.986	381.504	(37.250)	1.397.384
Alpargatas	306.341	4.111	52.237	43.279	50.771	25.972	378.237
Anhanguera	122.886	(1.264)	58.706	107.800	34.241	(13.704)	191.253
B2W Varejo	33.587	-	128.796	489.660	55.767	16.313	466.531
Battistella	(3.281)	232	9.999	65.366	25.903	7.554	85.775
Bematech	34.271	(4)	8.517	7.675	12.896	11.735	58.056
BHG	(3.207)	(2.965)	17.654	12.511	12.129	3.408	4.222
Bic Monark	173.825	36	23.610	211	739	89.282	240.483
BR Brokers	72.794	3.809	8.080	1.473	9.490	42.124	121.610
BR Malls Par	494.858	139.414	-	94.047	11.753	240.032	980.104
BR Properties	813.368	-	85.881	161.553	131	319.131	1.208.302
Bradespar	1.759.806	20.434	210.303	449.277	333.291	434.183	2.786.688
Brasilagro	(4.604)	-	18.293	15.160	13.599	4.335	10.197
Brasmotor	267.087	-	6.207	740	22	10.853	272.495
Brookfield	363.669	-	44.777	161.557	8.176	107.409	596.034
Buettner	(60.433)	-	9.128	33.970	4.047	-	(31.544)
Cambuci	9.449	48	5.270	17.853	1.298	271	23.649
CC Des Imob	143.195	-	39.345	62.077	2.343	27.913	196.183
CCR SA	671.722	5.786	463.162	1.091.100	319.569	395.806	2.020.821
Cedro	14.356	297	6.723	19.463	14.372	1.201	42.966
Cemepe	(111)	-	-	-	-	-	(111)
Cia Hering	212.017	(4)	38.236	28.138	23.131	51.454	276.500
Cielo	1.829.334	1.580	484.736	110.314	193.371	914.129	2.563.992
Cims	(79)	-	0	-	-	-	(79)
Const A Lind	(4.698)	-	1.212	6.430	25	15	560
Coteminas	2.169	7.376	60.155	96.035	120.632	4.913	170.970
Cr2	46.954	(1.796)	10.546	19.760	657	9.123	64.152
Cyre Com-Ccp	93.892	14.096	26.368	50.640	8.245	15.567	156.072
Cyrela Realty	600.249	84.817	287.612	222.380	59.533	128.930	808.297
Direcional	166.552	-	33.172	4.567	6.274	20.811	165.032
Doc Imbituba	(42.556)	-	270	1.639	605	-	(40.582)
Dohler	12.362	26	23.218	5.071	6.478	4.511	5.230
Ecorodovias	590.295	3.744	90.551	290.011	140.445	175.946	1.109.890
Embratel Part	723.006	42.029	185.360	398.792	2.084.299	379.918	3.442.684
Encorpar	6.799	-	1.492	396	770	2.709	9.182
Estacio Part	80.660	-	30.535	16.213	32.739	(6.834)	92.243
Estrela	(30.265)	-	3.946	24.147	1.328	-	(8.736)
Eternit	102.084	1	32.400	22.676	18.154	31.300	141.815
Even	252.491	2.553	54.527	66.840	5.425	69.090	341.872
Eztec	243.734	1.728	44.125	3.197	1.035	22.643	228.212
Fab C Renaux	(22.428)	-	303	26.797	6.688	(15.181)	(4.427)
Gafisa	416.050	23.930	128.085	210.203	33.816	38.899	594.813
Generalshopp	(11.355)	-	5.721	78.832	9.822	10.136	81.714
Gol	214.197	-	102.979	414.278	281.604	172.299	979.399
Gp Invest	53.056	(81.734)	203.900	601.502	357.837	-	726.761
Grazziotin	33.273	0	17.598	4.657	6.526	13.954	40.813
Grendene	312.399	68	178.402	55.933	28.173	18.415	236.586
Guararapes	337.795	-	57.628	59.504	108.898	115.373	563.942

(Continua)

(Continuação)

Nome	(a) Lucro Líquido	(b) Participação Minoritários <sup>[1]</sup>	(c) Receita Financeira	(d) Despesa Financeira	(e) Depreciação e Amortização	(f) IR&CS <sup>[2]</sup>	(a+b- c+d+e+f) EBITDA calculado
Habitasul	18.645	(536)	4.602	16.035	1.668	8.036	39.246
Helbor	182.058	-	45.154	12.965	17.043	36.354	203.266
Hercules	(16.586)	-	18.715	31.669	-	6.257	2.625
Hoteis Othon	(17.129)	-	5.169	24.604	9.918	116	12.340
Ideiasnet	(31.508)	(3.960)	10.352	35.334	(5.181)	5.912	(9.755)
Iguatemi	151.547	53	62.932	54.110	20.437	21.718	184.933
Ind Cataguas	14.518	139	23.883	16.904	6.131	4.579	18.388
Inepar Tel	(687)	-	327	563	-	-	(451)
Invest Bemge	7.952	-	-	-	-	3.462	11.414
Itausa	4.417.000	596.000	41.211.000	19.934.000	1.221.000	2.050.000	(12.993.000)
Itautec	11.521	-	18.854	19.726	22.507	(2.947)	31.953
Jereissati	6.167	338.155	532.968	1.185.862	1.455.700	21.949	2.474.865
JHSF Part	212.551	915	60.034	66.508	24.834	15.085	259.859
Karsten	17.162	-	6.215	27.605	5.579	(5.784)	38.347
Kroton	(29.623)	-	21.177	17.007	33.854	2.437	2.498
Le Lis Blanc	37.055	-	3.552	8.408	13.172	18.939	74.022
LF Tel	(55.980)	284.642	445.598	1.092.356	1.422.622	(2.573)	2.295.469
Lix da Cunha	(3.691)	471	46.829	35.222	238	-	(14.589)
LLX Log	(12.701)	(12.680)	125.291	49.794	15.031	(202)	(86.049)
Localiza	255.892	-	38.202	168.295	183.020	104.296	673.301
Log-In	18.409	(109)	12.961	18.324	29.377	16.866	69.906
Lojas Americ	309.625	14.576	285.315	891.680	146.011	152.958	1.229.535
Lojas Hering	86	-	68	636	19	16	689
Lojas Marisa	208.671	4	45.590	65.851	103.355	57.017	389.308
Lojas Renner	308.028	-	39.785	12.488	75.787	123.743	480.261
Lopes Brasil	108.527	23.504	73.722	47.142	22.048	41.087	168.586
Marisol	22.112	199	13.181	16.396	18.444	3.501	47.471
Mendes Jr	701.393	-	654.317	-	509	366.059	413.644
Mont Aranha	111.310	-	10.187	90	919	2.025	104.157
MRV	634.488	40.711	130.646	40.021	13.667	85.299	683.540
Multiplan	218.383	10.615	89.123	45.580	44.613	120.127	350.195
Mundial	10.865	66	90.479	74.243	13.648	20.744	29.087
Net	307.151	-	169.354	359.422	901.225	160.840	1.559.284
OHL Brasil	304.249	-	92.792	310.690	181.460	130.602	834.209
Oi	1.971.023	(163)	979.455	1.059.710	1.056.740	408.415	3.516.270
OSX Brasil	(77.086)	(90)	170.343	108.068	128	(32.704)	(172.027)
Par Al Bahia	27.474	23	25.032	6.634	8.036	13.464	30.599
PDG Realt	789.552	-	273.263	220.719	24.955	113.595	875.558
Pet Manguinh	(159.244)	195	11.492	37.865	5.358	-	(127.318)
Petrobras	35.189.366	712.079	5.874.155	3.311.326	14.881.076	12.235.972	60.455.664
Pettenati	(3.024)	(1.552)	6.440	9.269	6.645	389	5.288
Polpar	393	-	193	5	-	58	263
Porto Seguro	623.091	272	994.707	284.964	156.218	282.488	352.326
Positivo Inf	89.196	-	29.250	54.696	20.946	1.063	136.651
Pq Hopi Hari	3.367	-	2.875	12.728	13.833	(7.459)	19.594
Pro Metalurg	(7.500)	-	-	5.532	3	-	(1.965)
Redecard	1.399.962	-	922.829	314.045	143.162	677.043	1.611.383
Rodobensimob	71.663	(10)	64.072	74.888	8.266	27.750	118.485
Rossi Resid	349.770	-	109.226	44.073	19.725	70.560	374.902
Santanense	22.724	-	1.275	7.629	8.822	7.445	45.345
Santos Brp	112.036	(807)	123.803	126.960	100.461	95.245	310.092
Sao Carlos	91.934	-	37.067	91.531	21.023	18.593	186.014

(Continua)

(Conclusão)

Nome	(a) Lucro Líquido	(b) Participação Minoritários <sup>[1]</sup>	(c) Receita Financeira	(d) Despesa Financeira	(e) Depreciação e Amortização	(f) IR&CS <sup>[2]</sup>	(a+b- c+d+e+f) EBITDA calculado
Saraiva Livr	61.022	1	3.337	36.063	28.864	23.535	146.148
Schlosser	(26.109)	-	1.724	16.496	3.917	(1.066)	(8.486)
Sondotecnica	5.518	-	2.920	4.057	861	4.790	12.306
Springer	3.830	(1.798)	2.070	3.539	5.294	-	8.795
Springs	(22.005)	3.573	55.329	98.852	109.606	1.487	136.184
SulTEPA	20.988	1.360	65.623	36.633	8.807	15.135	17.300
Tam S/A	637.420	31.510	1.774.489	1.672.103	699.769	447.054	1.713.367
Tecnisa	200.048	-	61.416	31.675	20.235	42.722	233.264
Tectoy	(2.288)	(4)	5.351	6.000	747	(3.416)	(4.312)
Tegma	112.293	9	4.201	13.929	18.436	46.408	186.874
Teka	(138.348)	17	2.454	117.934	9.575	29.861	16.585
Tele Nort Cl	1.827.281	-	552.132	370.089	864.064	750.112	3.259.414
Telef Brasil	2.398.836	-	344.354	465.092	1.913.494	1.027.153	5.460.221
Tim Part S/A	2.211.715	-	698.519	943.976	2.993.461	(1.257.038)	4.193.595
Totvs	137.863	(335)	18.442	68.172	77.883	24.411	289.552
Trisul	39.159	830	36.100	56.199	8.250	29.062	97.400
Triunfo Part	33.985	(3.313)	10.279	94.293	142.265	16.301	273.252
Ultrapar	765.303	(117)	266.965	531.051	530.829	295.214	1.855.315
Viavarejo	(63.157)	(2.652)	34.338	449.609	66.513	(46.547)	369.428
Vicunha Text	69.512	-	33.852	79.969	48.382	5.255	169.266
Viver	67.373	-	50.698	51.119	2.169	27.294	97.257
Vulcabras	120.958	51	26.105	103.064	99.737	(8.219)	289.486
Wembley	1.723	11.074	59.102	96.890	121.401	7.596	179.582
Whirlpool	620.332	16.865	411.478	411.046	127.627	125.368	889.760
Fer C Atlant	(11.665)	-	5.570	7.318	97.941	-	88.024

Notas: <sup>[1]</sup> Refere-se à parcela do lucro líquido da companhia que é destinada aos acionistas minoritários.

<sup>[2]</sup> Imposto de Renda e Contribuição Social (IR&CS).

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados das Demonstrações Financeiras das companhias analisadas coletados no programa de computador *Economática* (2010).

**Tabela 11 – Cálculo do EBITDA de 2011 para as companhias da amostra**

Valores em milhares de reais.

Nome	(a) Lucro Líquido	(b) Participação Minoritários [1]	(c) Receita Financeira	(d) Despesa Financeira	(e) Depreciação e Amortização	(f) IR&CS [2]	(a+b-c+d+e+f) EBITDA calculado
Alfa Consorc	56.638	23.034	608.339	416.268	969	37.172	(74.258)
Alfa Holding	47.835	-	372.007	262.889	-	16.054	(45.229)
Aliansce	101.417	2.472	64.306	83.342	26.590	29.804	179.319
All Amer Lat	244.945	6.337	(1.148.335)	(233.481)	453.199	(17.136)	1.602.199
Alpargatas	307.420	1.647	91.641	62.592	54.035	31.797	365.850
Anhanguera	42.137	-	114.233	132.210	76.248	25.982	162.344
B2W Varejo	(89.168)	-	219.061	591.085	72.641	(46.243)	309.254
Battistella	(47.926)	54	8.368	76.453	34.132	2.216	56.561
Bematech	(42.428)	8	12.171	12.938	18.824	(23.995)	(46.824)
BHG	7.957	1.687	19.425	31.171	17.961	12.219	51.570
Bic Monark	23.676	336	28.803	67	204	12.494	7.974
BR Brokers	106.599	11.261	29.563	2.760	11.752	48.852	151.661
BR Malls Par	470.915	318.740	541.949	847.642	2.067	350.026	1.447.441
BR Properties	335.409	-	221.450	445.253	270	173.862	733.344
Bradespar	2.023.552	-	28.609	109.287	6	63.470	2.167.706
Brasilagro	16.724	(133)	20.332	8.058	12.840	3.330	20.487
Brasmotor	164.594	-	2.819	506	-	588	162.869
Brookfield	326.831	-	100.224	272.805	40.694	112.557	652.663
Buettner	(109.257)	-	3.724	16.104	6.847	-	(90.030)
Cambuci	6.559	164	8.967	23.093	5.792	(271)	26.370
CC Des Imob	(192.802)	-	27.214	69.653	2.380	26.981	(121.002)
CCR SA	899.372	11.397	350.535	1.273.273	434.884	443.512	2.711.903
Cedro	12.780	3.149	16.240	40.283	13.457	2.621	56.050
Cemepe	(378)	-	-	3	-	-	(375)
Cia Hering	297.274	-	63.834	34.138	29.346	97.540	394.464
Cielo	1.810.327	6.588	619.888	66.255	237.792	887.434	2.388.508
Cims	(46)	-	12	-	-	-	(58)
Const A Lind	(5.142)	-	451	3.279	35	396	(1.883)
Coteminas	(259.755)	(114.977)	31.109	117.496	112.449	94.180	(81.716)
Cr2	7.414	7.381	11.568	24.291	4.131	(1.483)	30.166
Cyre Com-Ccp	113.734	14.451	44.438	71.196	8.421	16.833	180.197
Cyrela Realty	498.171	94.015	363.335	313.716	33.117	188.212	763.896
Direcional	175.216	6.374	44.794	15.876	10.363	25.098	188.133
Doc Imbituba	(14.514)	(2.408)	369	2.991	-	-	(14.300)
Dohler	24.124	19	11.390	6.624	7.434	3.859	30.670
Ecorodovias	383.017	4.549	107.329	290.409	168.230	217.622	956.498
Embratel Part	391.378	21.997	223.931	967.202	2.221.446	33.385	3.411.477
Encorpar	46.128	-	1.687	399	676	1.267	46.783
Estacio Part	70.155	-	23.876	29.468	42.218	5.071	123.036
Estrela	(48.519)	-	2.259	42.277	4.825	-	(3.676)
Eternit	97.193	-	43.659	29.820	22.806	33.947	140.107
Even	226.121	6.661	84.820	71.812	5.524	60.933	286.231
Eztec	328.967	1.774	71.875	7.286	2.545	22.350	291.047
Fab C Renaux	(36.179)	-	356	29.388	5.217	-	(1.930)
Gafisa	(944.868)	39.679	92.973	252.876	83.428	142.362	(519.496)
Generalshopp	(38.001)	-	113.284	221.536	12.457	15.240	97.948
Gol	(751.538)	-	477.524	1.233.438	395.807	(248.880)	151.303
Gp Invest	(364.232)	(827.673)	80.162	353.728	281.033	(2.593)	(639.899)
Grazziotin	35.577	(0)	20.932	8.033	7.206	14.796	44.680
Grendene	305.446	5	215.796	62.793	28.917	34.845	216.210
Guararapes	363.852	-	45.087	58.125	123.659	102.524	603.073

(Continua)

(Continuação)

Nome	(a) Lucro Líquido	(b) Participação Minoritários [1]	(c) Receita Financeira	(d) Despesa Financeira	(e) Depreciação e Amortização	(f) IR&CS [2]	(a+b-c+d+e+f) EBITDA calculado
Habitasul	9.737	(24)	5.781	13.071	1.606	3.925	22.534
Helbor	213.345	-	52.986	15.648	19.771	43.028	238.806
Hercules	(36.357)	-	28	36.776	-	(742)	(351)
Hoteis Othon	(47.652)	-	9.431	29.294	11.838	(7.762)	(23.713)
Ideiasnet	(8.561)	(10.314)	22.603	56.885	9.849	9.055	34.311
Iguatemi	151.938	57	102.605	123.482	25.731	36.421	235.024
Ind Cataguas	14.742	(307)	27.712	24.257	6.926	1.468	19.374
Inepar Tel	(469)	-	369	480	-	-	(358)
Invest Bemge	9.595	-	15.008	-	-	4.915	(498)
Itausa	4.837.000	530.000	51.904.000	33.067.000	1.398.000	1.264.000	(10.808.000)
Itautec	43.588	-	62.291	43.855	21.374	7.080	53.606
Jereissati	778.636	210.956	546.950	1.177.737	977.058	56.835	2.654.272
JHSF Part	218.997	1.772	101.700	123.947	33.842	25.856	302.714
Karsten	(69.439)	-	19.224	49.029	7.356	2.030	(30.248)
Kroton	37.375	-	31.028	26.112	44.407	5.305	82.171
Le Lis Blanc	37.657	-	9.819	45.950	9.577	17.293	100.658
LF Tel	(195.493)	(68.676)	567.718	1.547.752	1.448.792	(25.793)	2.138.864
Lix da Cunha	(836)	200	12.991	21.882	313	-	8.568
LLX Log	(39.385)	(13.492)	133.259	79.364	12.122	(16.868)	(111.518)
Localiza	291.642	-	60.331	239.371	225.587	125.025	821.294
Log-In	(78.095)	(67)	13.103	60.442	44.533	(40.515)	(26.805)
Lojas Americ	340.438	(36.672)	410.009	1.126.638	177.112	120.178	1.317.685
Lojas Hering	3.005	-	69	477	37	1.375	4.825
Lojas Marisa	177.493	-	227.649	279.939	122.571	47.434	399.788
Lojas Renner	336.907	-	50.299	47.539	97.637	138.486	570.270
Lopes Brasil	142.638	7.993	238.474	161.471	47.285	17.604	138.517
Marisol	38.033	302	14.522	16.996	19.715	4.765	65.289
Mendes Jr	578.906	-	1.074.047	183.311	506	286.346	(24.978)
Mont Aranha	181.048	-	37.366	9	1.043	58.106	202.840
MRV	760.103	56.188	146.323	136.729	18.845	86.326	911.868
Multiplan	298.176	10.743	87.197	55.638	60.381	117.539	455.280
Mundial	(40.113)	160	35.544	88.433	13.553	1.909	28.398
Net	373.173	-	175.401	475.886	1.061.896	206.271	1.941.825
OHL Brasil	404.396	-	156.510	363.719	203.972	196.550	1.012.127
Oi	1.005.731	19	1.405.870	1.477.782	1.044.226	489.625	2.611.513
OSX Brasil	7.565	(2.880)	258.432	121.490	13.682	6.649	(111.926)
Par Al Bahia	(1.961)	(82)	13.783	6.814	7.644	6.573	5.205
PDG Realt	704.439	3.568	260.836	298.245	145.653	165.553	1.056.622
Pet Manguinh	(22.221)	86	8.540	44.377	19.088	470	33.260
Petrobras	33.313.097	(203.485)	6.542.637	6.420.417	17.739.496	11.241.328	61.968.216
Pettenati	(1.857)	(207)	8.170	8.682	6.933	(547)	4.835
Polpar	227	-	216	23	-	78	112
Porto Seguro	580.084	83	1.159.990	289.659	150.201	216.056	76.093
Positivo Inf	(67.907)	-	52.924	71.870	30.588	(3.862)	(22.235)
Pq Hopi Hari	3.960	-	3.351	12.561	11.808	(2.578)	22.400
Pro Metalurg	(12.303)	-	-	13.783	4	-	1.484
Redecard	1.404.422	-	956.034	318.971	180.424	674.975	1.622.758
Rodobensimob	57.893	(1)	62.046	101.994	6.284	22.071	126.195
Rossi Resid	339.725	-	140.755	88.977	29.407	88.351	405.705
Santanense	24.372	-	3.285	9.763	9.710	3.745	44.305
Santos Brp	246.562	(226)	100.188	147.155	110.434	53.197	456.934

(Continua)



(Conclusão)

Nome	(a) Lucro Líquido	(b) Participação Minoritários [1]	(c) Receita Financeira	(d) Despesa Financeira	(e) Depreciação e Amortização	(f) IR&CS [2]	(a+b-c+d+e+f) EBITDA calculado
Sao Carlos	96.359	-	38.781	95.854	25.106	23.460	201.998
Saraiva Livr	64.920	1	5.365	55.298	34.878	24.738	174.470
Schlosser	(27.984)	-	543	12.448	-	-	(16.079)
Sondotecnica	6.278	-	7.205	3.929	1.069	2.746	6.817
Springer	46.992	(1.827)	5.636	4.571	5.767	18.073	67.940
Springs	(409.919)	2.753	26.694	134.042	100.467	92.476	(106.875)
Sultepa	(2.008)	2.567	55.853	45.459	9.509	302	(24)
Tam S/A	(335.064)	73.551	2.941.572	4.142.354	730.375	78.616	1.748.260
Tecnisa	144.411	-	110.364	47.426	18.799	48.322	148.594
Tectoy	(6.777)	(11)	2.716	4.541	1.043	(326)	(4.246)
Tegma	97.378	1.692	57.882	88.870	23.641	48.195	201.894
Teka	(194.662)	17	3.082	150.618	8.231	10.893	(27.985)
Tele Nort Cl	1.895.462	-	845.483	470.384	998.025	619.162	3.137.550
Telef Brasil	4.355.318	6.881	1.103.359	1.243.051	4.585.994	1.295.475	10.383.360
Tim Part S/A	1.281.228	-	874.011	1.112.869	2.569.767	547.356	4.637.209
Totvs	168.903	480	40.527	58.274	82.484	39.069	308.683
Trisul	(40.422)	1.884	39.206	70.401	7.483	28.978	29.118
Triunfo Part	22.363	(11.475)	(547)	127.197	154.830	2.496	295.958
Ultrapar	848.764	6.023	322.372	618.876	580.076	300.900	2.032.267
Viavarejo	90.465	13.389	256.178	948.063	159.129	54.485	1.009.353
Vicunha Text	80.264	332	73.840	102.915	47.851	3.786	161.308
Viver	(114.928)	-	79.318	115.630	11.046	25.032	(42.538)
Vulcabras	(315.997)	8	21.261	131.034	107.339	(33.047)	(131.924)
Wembley	(46.498)	(290.630)	36.349	125.524	113.221	95.502	(39.230)
Whirlpool	368.678	2.986	557.061	593.029	155.477	(47.311)	515.798
Fer C Atlant	(175.196)	-	14.820	7.249	121.052	-	(61.715)

Notas: [1] Refere-se à parcela do lucro líquido da companhia que é destinada aos acionistas minoritários.

[2] Imposto de Renda e Contribuição Social (IR&CS).

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados das Demonstrações Financeiras das companhias analisadas coletados no programa de computador *Economática* (2011).

**APÊNDICE C – CÁLCULO DA DIFERENÇA ENTRE O EBITDA DIVULGADO E O  
CALCULADO**

**Tabela 12 – Diferença entre o EBITDA divulgado e o calculado no ano de 2007**

Valores em milhares de reais.

Nome	(a) Padrão <sup>[1]</sup>	(b) Ajustado <sup>[2]</sup>	(c) EBITDA calculado	(d = c-a ou d = c/b) Diferença <sup>[3]</sup>	(f = d/a) ou (f = d/b) Variação percentual <sup>[4]</sup>
Alfa Consorç	SD <sup>[5]</sup>	SD	156.357	-	-
Alfa Holding	SD	SD	90.048	-	-
Aliansce	29.083	34.434	22.041	(7.042)	-31,95%
All Amer Lat	872.400	ND <sup>[6]</sup>	894.495	22.095	2,47%
Alpargatas	215.400	ND	163.837	(51.563)	-31,47%
Anhanguera	ND	64.400	36.041	(28.359)	-78,69%
B2W Varejo	ND	ND	323.210	-	-
Battistella	36.963	ND	7.521	(29.442)	-391,46%
Bematech	18.954	51.406	30.356	11.402	37,56%
BHG	ND	ND	11.279	-	-
Bic Monark	ND	ND	288	-	-
BR Brokers	ND	ND	8.448	-	-
BR Malls Par	140.560	202.172	269.796	129.236	47,90%
BR Properties	SD	SD	33.120	-	-
Bradespar	ND	ND	2.008.873	-	-
Brasilagro	(11.735)	ND	(14.011)	(2.276)	-16,24%
Brasmotor	SD	SD	226.002	-	-
Brookfield	171.893	ND	171.893	-	0,00%
Buettner	SD	SD	33.023	-	-
Cambuci	8.200	ND	7.765	(435)	-5,60%
CC Des Imob	ND	12.500	(14.202)	(26.702)	-188,02%
CCR SA	1.454.292	ND	1.442.862	(11.430)	-0,79%
Cedro	22.300	ND	37.926	15.626	41,20%
Cemepe	ND	ND	430	-	-
Cia Hering	30.058	51.072	52.288	22.230	42,51%
Cielo	ND	ND	1.409.674	-	-
Cims	SD	SD	33	-	-
Const A Lind	SD	SD	17.789	-	-
Coteminas	ND	66.500	598.793	532.293	88,89%
Cr2	ND	ND	(17.043)	-	-
Cyre Com0Ccp	68.390	ND	57.468	(10.922)	-19,01%
Cyrela Realty	ND	ND	487.842	-	-
Direcional	SD	SD	29.241	-	-
Doc Imbituba	SD	SD	2.004	-	-
Dohler	SD	SD	(5.663)	-	-
Ecorodovias	ND	ND	322.285	-	-
Embratel Part	1.650.000	ND	1.378.330	(271.670)	-19,71%
Encorpar	SD	SD	(618)	-	-
Estacio Part	100.700	ND	17.234	(83.466)	-484,31%
Estrela	SD	SD	36.284	-	-
Eternit	76.924	ND	72.975	(3.949)	-5,41%
Even	55.297	78.081	53.443	(1.854)	-3,47%
Eztec	ND	63.500	31.438	(32.062)	-101,98%
Fab C Renaux	SD	SD	48.843	-	-
Gafisa	137.000	ND	153.627	16.627	10,82%
Generalshopp	ND	37.095	43.321	6.226	14,37%
Gol	ND	ND	520.977	-	-

(Continua)

(Continuação)

Nome	(a) Padrão <sup>[1]</sup>	(b) Ajustado <sup>[2]</sup>	(c) EBITDA calculado	(d = c-a ou d = c/b) Diferença <sup>[3]</sup>	(f = d/a) ou (f = d/b) Variação percentual <sup>[4]</sup>
Gp Invest	ND	ND	102.852	-	-
Grazziotin	ND	26.400	21.042	(5.358)	-25,47%
Grendene	ND	338.200	213.060	(125.140)	-58,73%
Guararapes	62.429	ND	(7.371)	(69.800)	-946,95%
Habitasul	SD	SD	(11.168)	-	-
Helbor	33.844	47.080	33.950	106	0,31%
Hercules	9.753	ND	36.124	26.371	73,00%
Hoteis Othon	ND	ND	36.656	-	-
Ideiasnet	SD	SD	7.561	-	-
Iguatemi	69.047	101.700	62.919	(6.128)	-9,74%
Ind Cataguas	SD	SD	15.107	-	-
Inepar Tel	ND	ND	1.293	-	-
Invest Bemge	SD	SD	2.790	-	-
Itausa	ND	ND	(6.592.053)	-	-
Itautec	118.900	ND	163.082	44.182	27,09%
Jereissati	ND	ND	741.215	-	-
JHSF Part	ND	ND	97.554	-	-
Karsten	30.096	ND	28.671	(1.425)	-4,97%
Kroton	ND	29.066	11.479	(17.587)	-153,21%
Le Lis Blanc	27.895	28.550	26.517	(1.378)	-5,20%
LF Tel	ND	ND	425.457	-	-
Lix da Cunha	ND	ND	(3.808)	-	-
LLX Log	SD	SD	164.490	-	-
Localiza	568.500	ND	558.306	(10.194)	-1,83%
Log-in	ND	84.200	94.946	10.746	11,32%
Lojas Americ	719.500	ND	555.378	(164.122)	-29,55%
Lojas Hering	SD	SD	962	-	-
Lojas Marisa	124.600	152.300	166.279	41.679	25,07%
Lojas Renner	286.000	ND	276.656	(9.344)	-3,38%
Lopes Brasil	70.476	ND	73.025	2.549	3,49%
Marisol	13.854	ND	17.418	3.564	20,46%
Mendes Jr	SD	SD	39.410	-	-
Mont Aranha	SD	SD	142.101	-	-
MRV	ND	31.735	31.735	-	0,00%
Multiplan	ND	212.163	198.818	(13.345)	-6,71%
Mundial	41.617	ND	21.345	(20.272)	-94,97%
Net	745.747	ND	705.502	(40.245)	-5,70%
OHL Brasil	SD	SD	429.858	-	-
Oi	3.797.018	ND	3.815.581	18.563	0,49%
OSX Brasil	SD	SD	5.484	-	-
Par Al Bahia	ND	ND	143.911	-	-
PDG Realt	161.100	ND	161.102	2	0,00%
Pet Manguinh	SD	SD	29.168	-	-
Petrobras	50.275.000	ND	46.106.570	(4.168.430)	-9,04%
Pettenati	48.384	ND	12.269	(36.115)	-294,36%
Polpar	ND	ND	(325)	-	-
Porto Seguro	ND	ND	167.719	-	-
Positivo Inf	ND	284.800	96.372	(188.428)	-195,52%
Pq Hopi Hari	ND	ND	146.660	-	-
Pro Metalurg	SD	SD	27.767	-	-
Redecard	ND	1.289.100	864.782	(424.318)	-49,07%
Rodobensimob	ND	25.757	5.658	(20.099)	-355,23%

(Continua)

(Conclusão)

Nome	(a) Padrão <sup>[1]</sup>	(b) Ajustado <sup>[2]</sup>	(c) EBITDA calculado	(d = c-a ou d = c/b) Diferença <sup>[3]</sup>	(f = d/a) ou (f = d/b) Variação percentual <sup>[4]</sup>
Rossi Resid	132.100	ND	119.698	(12.402)	-10,36%
Santanense	ND	ND	18.780	-	-
Santos Brp	ND	224.000	30.070	(193.930)	-644,93%
Sao Carlos	ND	81.773	109.139	27.366	25,07%
Saraiva Livr	113.276	ND	108.300	(4.976)	-4,59%
Schlosser	SD	SD	39.061	-	-
Sondotecnica	SD	SD	6.353	-	-
Springer	ND	ND	29.696	-	-
Springs	ND	66.500	628.404	561.904	89,42%
Sulteпа	ND	ND	8.565	-	-
Tam S/A	378.200	ND	292.415	(85.785)	-29,34%
Tecnisa	77.800	77.800	24.479	(53.321)	-217,82%
Tectoy	ND	ND	2.646	-	-
Tegma	ND	ND	82.925	-	-
Teka	SD	SD	185.459	-	-
Tele Nort Cl	144.631	ND	142.537	(2.094)	-1,47%
Telef Brasil	6.214.900	ND	6.346.500	131.600	2,07%
Tim Part S/A	2.869.900	ND	2.845.457	(24.443)	-0,86%
Totvs	96.402	ND	96.410	8	0,01%
Trisul	ND	ND	25.196	-	-
Triunfo Part	ND	ND	31.781	-	-
Ultrapar	779.000	ND	788.816	9.816	1,24%
Viavarejo	132.801	ND	209.663	76.862	36,66%
Vicunha Text	129.329	ND	81.772	(47.557)	-58,16%
Viver	27.933	ND	72.052	44.119	61,23%
Vulcabras	357.184	ND	111.326	(245.858)	-220,85%
Wembley	ND	ND	585.124	-	-
Whirlpool	SD	SD	702.780	-	-
Fer C Atlant	SD	SD	59.336	-	-

Notas:<sup>[1]</sup> EBITDA padrão divulgado pela companhia.

<sup>[2]</sup> EBITDA ajustado divulgado pela companhia.

<sup>[3]</sup> Esta fórmula é utilizada para todas as companhias que divulgam o EBITDA padrão. Para as companhias que divulgam apenas o EBITDA ajustado, a fórmula foi alterada para: (c-b).

<sup>[4]</sup> Para as companhias que divulgaram apenas o EBITDA ajustado, a fórmula foi alterada para: ((c-b)/b).

<sup>[5]</sup> SD representa companhias que não divulgaram suas demonstrações neste ano.

<sup>[6]</sup> ND representa companhias que não divulgaram o EBITDA em seus relatórios neste ano.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados das Demonstrações Financeiras das companhias analisadas coletados no programa de computador *Economática* (2007).

**Tabela 13 – Diferença entre o EBITDA divulgado e o calculado no ano de 2008**

Valores em milhares de reais.

Nome	(a) Padrão <sup>[1]</sup>	(b) Ajustado <sup>[2]</sup>	(c) EBITDA calculado	(d = c-a ou d = c/b) Diferença <sup>[3]</sup>	(f = d/a) ou (f = d/b) Variação percentual <sup>[4]</sup>
Alfa Consorc	SD <sup>[5]</sup>	SD	126.243	-	-
Alfa Holding	SD	SD	75.799	-	-
Aliansce	49.032	51.673	69.889	20.857	29,84%
All Amer Lat	1.081.000	ND <sup>[6]</sup>	1.311.284	230.284	17,56%
Alpargatas	245.200	ND	240.533	(4.667)	-1,94%
Anhanguera	130.700	ND	135.545	4.845	3,57%
B2W Varejo	407.199	ND	360.094	(47.105)	-13,08%
Battistella	33.441	ND	44.035	10.594	24,06%
Bematech	68.451	72.260	69.099	648	0,94%
BHG	ND	ND	(261.036)	-	-
Bic Monark	ND	ND	(1.090)	-	-
BR Brokers	65.500	ND	48.710	(16.790)	-34,47%
BR Malls Par	242.077	245.156	234.465	(7.612)	-3,25%
BR Properties	SD	SD	65.221	-	-
Bradespar	ND	ND	1.926.459	-	-
Brasilagro	(2.102)	ND	(10.734)	(8.632)	-80,42%
Brasmotor	ND	ND	319.613	-	-
Brookfield	189.055	214.947	189.055	-	0,00%
Buettner	SD	SD	3.760	-	-
Cambuci	23.300	ND	3.450	(19.850)	-575,36%
CC Des Imob	53.800	ND	53.814	14	0,03%
CCR SA	1.731.852	ND	1.721.731	(10.121)	-0,59%
Cedro	62.100	ND	67.053	4.953	7,39%
Cemepe	ND	ND	(1.179)	-	-
Cia Hering	105.358	ND	105.369	11	0,01%
Cielo	ND	ND	2.193.000	-	-
Cims	ND	ND	(34)	-	-
Const A Lind	SD	SD	(3.626)	-	-
Coteminas	169.900	ND	240.774	70.874	29,44%
Cr2	ND	ND	27.589	-	-
Cyre Com0Ccp	88.700	ND	86.887	(1.813)	-2,09%
Cyrela Realty	ND	ND	387.117	-	-
Direcional	SD	SD	69.634	-	-
Doc Imbituba	SD	SD	(3.609)	-	-
Dohler	SD	SD	9.286	-	-
Ecorodovias	560.500	ND	558.321	(2.179)	-0,39%
Embratel Part	ND	ND	2.286.601	-	-
Encorpar	SD	SD	6.789	-	-
Estacio Part	98.400	ND	64.757	(33.643)	-51,95%
Estrela	SD	SD	460	-	-
Eternit	133.375	ND	133.375	-	0,00%
Even	128.828	ND	111.160	(17.668)	-15,89%
Eztec	77.800	ND	76.349	(1.451)	-1,90%
Fab C Renaux	SD	SD	(631)	-	-
Gafisa	221.000	ND	205.954	(15.046)	-7,31%
Generalshopp	ND	64.001	60.963	(3.038)	-4,98%
Gol	36.479	ND	19.636	(16.843)	-85,78%
Gp Invest	ND	ND	(987.515)	-	-
Grazziotin	ND	32.300	35.070	2.770	7,90%
Grendene	186.984	ND	266.238	79.254	29,77%
Guararapes	101.498	ND	101.498	-	0,00%

(Continua)

(Continuação)

Nome	(a) Padrão <sup>[1]</sup>	(b) Ajustado <sup>[2]</sup>	(c) EBITDA calculado	(d = c-a ou d = c/b) Diferença <sup>[3]</sup>	(f = d/a) ou (f = d/b) Variação percentual <sup>[4]</sup>
Habitasul	ND	ND	(40.130)	-	-
Helbor	68.213	ND	68.213	-	0,00%
Hercules	7.421	ND	8.246	825	10,00%
Hoteis Othon	ND	ND	5.575	-	-
Ideiasnet	ND	ND	24.108	-	-
Iguatemi	133.036	136.730	131.932	(1.104)	-0,84%
Ind Cataguas	SD	SD	20.353	-	-
Inepar Tel	ND	ND	(356)	-	-
Invest Bemge	ND	ND	(228)	-	-
Itausa	ND	ND	(24.229.428)	-	-
Itautec	73.628	93.180	74.638	1.010	1,35%
Jereissati	ND	ND	1.122.069	-	-
JHSF Part	240.100	ND	241.290	1.190	0,49%
Karsten	35.393	ND	35.514	121	0,34%
Kroton	ND	51.496	46.198	(5.298)	-11,47%
Le Lis Blanc	26.869	34.084	31.156	4.287	13,76%
LF Tel	ND	ND	790.078	-	-
Lix da Cunha	ND	ND	6.309	-	-
LLX Log	ND	ND	(79.368)	-	-
Localiza	700.900	ND	700.926	26	0,00%
Log-in	96.100	ND	71.463	(24.637)	-34,48%
Lojas Americ	945.200	ND	806.710	(138.490)	-17,17%
Lojas Hering	SD	SD	490	-	-
Lojas Marisa	196.500	148.700	196.457	(43)	-0,02%
Lojas Renner	311.400	316.900	297.337	(14.063)	-4,73%
Lopes Brasil	(23.107)	ND	(23.107)	-	0,00%
Marisol	62.700	ND	62.297	(403)	-0,65%
Mendes Jr	SD	SD	(33.110)	-	-
Mont Aranha	ND	ND	(13.682)	-	-
MRV	272.631	ND	266.218	(6.413)	-2,41%
Multiplan	250.621	ND	250.622	1	0,00%
Mundial	51.919	ND	55.078	3.159	5,74%
Net	981.700	ND	979.714	(1.986)	-0,20%
OHL Brasil	SD	SD	523.863	-	-
Oi	ND	ND	3.919.038	-	-
OSX Brasil	SD	SD	(57.670)	-	-
Par Al Bahia	ND	ND	593.816	-	-
PDG Realt	317.820	ND	275.426	(42.394)	-15,39%
Pet Manguinh	ND	ND	(348.305)	-	-
Petrobras	57.170.000	ND	59.949.390	2.779.390	4,64%
Pettenati	34.097	ND	4.096	(30.001)	-732,48%
Polpar	ND	ND	(303)	-	-
Porto Seguro	ND	ND	32.704	-	-
Positivo Inf	ND	ND	166.805	-	-
Pq Hopi Hari	ND	ND	14.017	-	-
Pro Metalurg	ND	ND	(4.702)	-	-
Redecard	ND	1.767.400	1.379.559	(387.841)	-28,11%
Rodobensimob	77.000	ND	77.225	225	0,29%
Rossi Resid	145.000	ND	144.885	(115)	-0,08%
Santanense	ND	ND	45.967	-	-
Santos Brp	269.100	ND	267.387	(1.713)	-0,64%
Sao Carlos	ND	ND	125.404	-	-

(Continua)

(Conclusão)

Nome	(a) Padrão <sup>[1]</sup>	(b) Ajustado <sup>[2]</sup>	(c) EBITDA calculado	(d = c-a ou d = c/b) Diferença <sup>[3]</sup>	(f = d/a) ou (f = d/b) Variação percentual <sup>[4]</sup>
Saraiva Livr	133.652	ND	145.700	12.048	8,27%
Schlosser	SD	SD	(1.318)	-	-
Sondotecnica	SD	SD	7.372	-	-
Springer	ND	ND	12.474	-	-
Springs	ND	169.900	35.662	(134.238)	-376,42%
Sultepa	ND	ND	7.843	-	-
Tam S/A	SD	SD	1.189.076	-	-
Tecnisa	73.335	ND	71.112	(2.223)	-3,13%
Tectoy	ND	ND	(11.756)	-	-
Tegma	117.117	ND	118.631	1.514	1,28%
Teka	SD	SD	9.624	-	-
Tele Nort Cl	133.500	ND	133.554	54	0,04%
Telef Brasil	6.555.700	ND	6.505.177	(50.523)	-0,78%
Tim Part S/A	2.899.000	ND	2.899.418	418	0,01%
Totvs	139.833	ND	139.883	50	0,04%
Trisul	ND	ND	18.088	-	-
Triunfo Part	ND	ND	171.812	-	-
Ultrapar	1.079.000	ND	1.090.657	11.657	1,07%
Viavarejo	ND	ND	128.575	-	-
Vicunha Text	93.317	121.094	93.418	101	0,11%
Viver	ND	ND	(48.721)	-	-
Vulcabras	266.769	ND	210.381	(56.388)	-26,80%
Wembley	ND	ND	244.813	-	-
Whirlpool	SD	SD	1.029.150	-	-
Fer C Atlant	ND	ND	142.463	-	-

Notas:<sup>[1]</sup> EBITDA padrão divulgado pela companhia.

<sup>[2]</sup> EBITDA ajustado divulgado pela companhia.

<sup>[3]</sup> Esta fórmula é utilizada para todas as companhias que divulgam o EBITDA padrão. Para as companhias que divulgam apenas o EBITDA ajustado, a fórmula foi alterada para: (c-b).

<sup>[4]</sup> Para as companhias que divulgaram apenas o EBITDA ajustado, a fórmula foi alterada para: ((c-b)/b).

<sup>[5]</sup> SD representa companhias que não divulgaram suas demonstrações neste ano.

<sup>[6]</sup> ND representa companhias que não divulgaram o EBITDA em seus relatórios neste ano.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados das Demonstrações Financeiras das companhias analisadas coletados no programa de computador *Economática* (2008).

**Tabela 14 – Diferença entre o EBITDA divulgado e o calculado no ano de 2009**

Valores em milhares de reais.

Nome	(a) Padrão <sup>[1]</sup>	(b) Ajustado <sup>[2]</sup>	(c) EBITDA calculado	(d = c-a ou d = c/b) Diferença <sup>[3]</sup>	(f = d/a) ou (f = d/b) Variação percentual <sup>[4]</sup>
Alfa Consorc	ND <sup>[5]</sup>	ND	77.982	-	-
Alfa Holding	ND	ND	57.494	-	-
Alianse	69.889	72.530	120.332	50.443	41,92%
All Amer Lat	1.101	ND	1.151.453	1.150.352	99,90%
Alpargatas	297.600	ND	242.536	(55.064)	-22,70%
Anhanguera	188.600	ND	170.544	(18.056)	-10,59%
B2W Varejo	488.700	ND	425.597	(63.103)	-14,83%
Battistella	22.135	ND	23.047	912	3,96%
Bematech	48.232	ND	47.438	(794)	-1,67%
BHG	ND	ND	(10.203)	-	-
Bic Monark	ND	ND	(1.403)	-	-
BR Brokers	89.100	ND	81.152	(7.948)	-9,79%
BR Malls Par	ND	ND	1.560.109	-	-
BR Properties	SD <sup>[6]</sup>	SD	91.340	-	-
Bradespar	ND	ND	1.661.767	-	-
Brasilagro	(19.405)	(14.985)	(12.516)	6.889	55,04%
Brasmotor	ND	ND	157.953	-	-
Brookfield	352.900	ND	352.852	(48)	-0,01%
Buettner	ND	ND	54.594	-	-
Cambuci	35.200	ND	87.228	52.028	59,65%
CC Des Imob	101.200	ND	101.244	44	0,04%
CCR SA	1.961	ND	1.904.725	1.902.765	99,90%
Cedro	48.310	ND	48.421	111	0,23%
Cemepe	ND	ND	(135)	-	-
Cia Hering	154.013	ND	154.013	-	0,00%
Cielo	2.267.800	2.450.700	2.263.350	(4.450)	-0,20%
Cims	ND	ND	(56)	-	-
Const A Lind	ND	ND	(557)	-	-
Coteminas	ND	ND	85.393	-	-
Cr2	ND	ND	19.926	-	-
Cyre Com0Ccp	105.610	ND	109.440	3.830	3,50%
Cyrela Realty	911.307	ND	991.939	80.632	8,13%
Direcional	SD	SD	93.168	-	-
Doc Imbituba	SD	SD	(3.180)	-	-
Dohler	2.553	ND	5.307	2.754	51,89%
Ecorodovias	690.800	ND	688.384	(2.416)	-0,35%
Embratel Part	ND	ND	3.082.218	-	-
Encorpar	SD	SD	(225)	-	-
Estacio Part	95.300	ND	94.891	(409)	-0,43%
Estrela	ND	ND	(5.540)	-	-
Eternit	123.498	ND	123.463	(35)	-0,03%
Even	230.709	ND	191.339	(39.370)	-20,58%
Eztec	160.300	ND	160.597	297	0,18%
Fab C Renaux	SD	SD	(1.192)	-	-
Gafisa	530.000	ND	494.358	(35.642)	-7,21%
Generalshopp	73.800	ND	72.366	(1.434)	-1,98%
Gol	556.145	ND	523.448	(32.697)	-6,25%
Gp Invest	ND	ND	724.254	-	-
Grazziotin	ND	33.700	34.814	1.114	3,20%
Grendene	177.100	ND	178.491	1.391	0,78%
Guararapes	349.233	ND	349.233	-	0,00%

(Continua)



(Continuação)

Nome	(a) Padrão <sup>[1]</sup>	(b) Ajustado <sup>[2]</sup>	(c) EBITDA calculado	(d = c-a ou d = c/b) Diferença <sup>[3]</sup>	(f = d/a) ou (f = d/b) Variação percentual <sup>[4]</sup>
Habitasul	ND	ND	29.281	-	-
Helbor	129.275	ND	114.256	(15.019)	-13,15%
Hercules	ND	ND	2.841	-	-
Hoteis Othon	2.044	ND	34.251	32.207	94,03%
Ideiasnet	ND	ND	(20.993)	-	-
Iguatemi	151.479	ND	151.479	-	0,00%
Ind Cataguas	23.196	ND	13.514	(9.682)	-71,64%
Inepar Tel	ND	ND	(389)	-	-
Invest Bemge	ND	ND	(228)	-	-
Itausa	ND	ND	(24.627.908)	-	-
Itautec	86.900	ND	75.369	(11.531)	-15,30%
Jereissati	ND	ND	1.711.323	-	-
JHSF Part	259.900	ND	259.875	(25)	-0,01%
Karsten	33.729	ND	33.141	(588)	-1,77%
Kroton	(2.961)	41.799	7.542	10.503	139,26%
Le Lis Blanc	28.220	39.702	32.704	4.484	13,71%
LF Tel	ND	ND	1.638.597	-	-
Lix da Cunha	ND	ND	(8.208)	-	-
LLX Log	ND	ND	(63.992)	-	-
Localiza	647.500	ND	647.472	(28)	0,00%
Log-in	18.900	ND	10.385	(8.515)	-81,99%
Lojas Americ	1.100.300	ND	1.005.671	(94.629)	-9,41%
Lojas Hering	ND	ND	1.837	-	-
Lojas Marisa	277.500	279.800	277.534	34	0,01%
Lojas Renner	374.200	ND	350.620	(23.580)	-6,73%
Lopes Brasil	85.678	89.850	83.908	(1.770)	-2,11%
Marisol	73.235	ND	72.351	(884)	-1,22%
Mendes Jr	ND	ND	11.780	-	-
Mont Aranha	ND	ND	61.109	-	-
MRV	441.343	ND	399.145	(42.198)	-10,57%
Multiplan	303.721	ND	302.065	(1.656)	-0,55%
Mundial	36.429	ND	35.579	(850)	-2,39%
Net	ND	ND	1.242.217	-	-
OHL Brasil	ND	ND	676.970	-	-
Oi	710.000	ND	709.689	(311)	-0,04%
OSX Brasil	SD	SD	(36.574)	-	-
Par Al Bahia	ND	ND	(8.553)	-	-
PDG Realt	448.983	ND	323.424	(125.559)	-38,82%
Pet Manguinh	ND	ND	117.801	-	-
Petrobras	59.944.000	ND	58.827.675	(1.116.325)	-1,90%
Pettenati	32.540	ND	2.639	(29.901)	-1132,92%
Polpar	ND	ND	(364)	-	-
Porto Seguro	ND	ND	(296)	-	-
Positivo Inf	177.300	ND	168.277	(9.023)	-5,36%
Pq Hopi Hari	ND	ND	13.568	-	-
Pro Metalurg	ND	ND	(1.804)	-	-
Redecard	2.200.000	ND	1.599.938	(600.062)	-37,51%
Rodobensimob	63.000	ND	50.089	(12.911)	-25,78%
Rossi Resid	345.000	ND	251.992	(93.008)	-36,91%
Santanense	ND	ND	37.898	-	-
Santos Brp	225.000	ND	219.837	(5.163)	-2,35%
Sao Carlos	ND	ND	216.421	-	-

(Continua)

(Conclusão)

Nome	(a) Padrão <sup>[1]</sup>	(b) Ajustado <sup>[2]</sup>	(c) EBITDA calculado	(d = c-a ou d = c/b) Diferença <sup>[3]</sup>	(f = d/a) ou (f = d/b) Variação percentual <sup>[4]</sup>
Saraiva Livr	119.005	ND	116.267	(2.738)	-2,35%
Schlosser	ND	ND	44.204	-	-
Sondotecnica	ND	ND	10.638	-	-
Springer	ND	ND	2.333	-	-
Springs	ND	ND	68.873	-	-
Sultepa	ND	ND	1.261	-	-
Tam S/A	812.065	ND	886.449	74.384	8,39%
Tecnisa	153.398	ND	150.910	(2.488)	-1,65%
Tectoy	ND	ND	(19.259)	-	-
Tegma	161.256	ND	160.848	(408)	-0,25%
Teka	SD	SD	44.631	-	-
Tele Nort Cl	ND	ND	1.574.256	-	-
Telef Brasil	5.876.800	ND	5.862.399	(14.401)	-0,25%
Tim Part S/A	3.063.000	ND	3.059.832	(3.168)	-0,10%
Totvs	249.265	ND	249.265	-	0,00%
Trisul	ND	ND	89.370	-	-
Triunfo Part	239.622	ND	229.362	(10.260)	-4,47%
Ultrapar	1.354.000	ND	1.374.941	20.941	1,52%
Viavarejo	(326.800)	ND	(326.772)	28	0,01%
Vicunha Text	147.000	ND	(53.881)	(200.881)	-372,82%
Viver	45.254	45.254	(9.679)	(54.933)	-567,55%
Vulcabras	304.000	ND	235.322	(68.678)	-29,18%
Wembley	ND	ND	83.295	-	-
Whirlpool	ND	ND	626.168	-	-
Fer C Atlant	ND	ND	92.569	-	-

Notas:<sup>[1]</sup> EBITDA padrão divulgado pela companhia.

<sup>[2]</sup> EBITDA ajustado divulgado pela companhia.

<sup>[3]</sup> Esta fórmula é utilizada para todas as companhias que divulgam o EBITDA padrão. Para as companhias que divulgam apenas o EBITDA ajustado, a fórmula foi alterada para: (c-b).

<sup>[4]</sup> Para as companhias que divulgaram apenas o EBITDA ajustado, a fórmula foi alterada para: ((c-b)/b).

<sup>[5]</sup> ND representa companhias que não divulgaram o EBITDA em seus relatórios neste ano.

<sup>[6]</sup> SD representa companhias que não divulgaram suas demonstrações neste ano.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados das Demonstrações Financeiras das companhias analisadas coletados no programa de computador *Economática* (2009).

**Tabela 15 – Diferenças entre o EBITDA divulgado e o calculado no ano de 2010**

Valores em milhares de reais.

Nome	(a) Padrão <sup>[1]</sup>	(b) Ajustado <sup>[2]</sup>	(c) EBITDA calculado	(d = c-a ou d = c/b) Diferença <sup>[3]</sup>	(f = d/a) ou (f = d/b) Variação percentual <sup>[4]</sup>
Alfa Consorc	ND <sup>[5]</sup>	ND	(69.803)	-	-
Alfa Holding	ND	ND	(34.872)	-	-
Aliance	129.633	ND	120.834	(8.799)	-7,28%
All Amer Lat	1.338.400	ND	1.397.384	58.984	4,22%
Alpargatas	400.300	ND	378.237	(22.063)	-5,83%
Anhanguera	240.500	ND	191.253	(49.247)	-25,75%
B2W Varejo	547.000	ND	466.531	(80.469)	-17,25%
Battistella	90.928	ND	85.775	(5.153)	-6,01%
Bematech	58.056	ND	58.056	-	0,00%
BHG	ND	ND	4.222	-	-
Bic Monark	ND	ND	240.483	-	-
BR Brokers	ND	ND	121.610	-	-
BR Malls Par	ND	ND	980.104	-	-
BR Properties	ND	ND	1.208.302	-	-
Bradespar	ND	ND	2.786.688	-	-
Brasilagro	ND	ND	10.197	-	-
Brasmotor	ND	ND	272.495	-	-
Brookfield	744.652	ND	596.034	(148.618)	-24,93%
Buettner	(13.361)	ND	(31.544)	(18.183)	-57,64%
Cambuci	ND	ND	23.649	-	-
CC Des Imob	196.200	ND	196.183	(17)	-0,01%
CCR SA	2.258.774	ND	2.020.821	(237.953)	-11,78%
Cedro	14.653	ND	42.966	28.313	65,90%
Cemepe	ND	ND	(111)	-	-
Cia Hering	276.500	ND	276.500	-	0,00%
Cielo	2.564.000	2.925.900	2.563.992	(8)	0,00%
Cims	ND	ND	(79)	-	-
Const A Lind	ND	ND	560	-	-
Coteminas	136.100	ND	170.970	34.870	20,40%
Cr2	83.718	ND	64.152	(19.566)	-30,50%
Cyre Com0Ccp	158.749	ND	156.072	(2.677)	-1,72%
Cyrela Realty	808.297	ND	808.297	-	0,00%
Direcional	SD <sup>[6]</sup>	SD	165.032	-	-
Doc Imbituba	ND	ND	(40.582)	-	-
Dohler	10.817	ND	5.230	(5.587)	-106,83%
Ecorodovias	812.100	ND	1.109.890	297.790	26,83%
Embratel Part	3.268.200	ND	3.442.684	174.484	5,07%
Encorpar	ND	ND	9.182	-	-
Estacio Part	127.400	ND	92.243	(35.157)	-38,11%
Estrela	ND	ND	(8.736)	-	-
Eternit	144.353	ND	141.815	(2.538)	-1,79%
Even	410.002	ND	341.872	(68.130)	-19,93%
Eztec	226.484	ND	228.212	1.728	0,76%
Fab C Renaux	ND	ND	(4.427)	-	-
Gafisa	747.000	ND	594.813	(152.187)	-25,59%
Generalshopp	SD	SD	81.714	-	-
Gol	979.399	ND	979.399	-	0,00%
Gp Invest	ND	ND	726.761	-	-
Grazziotin	40.273	ND	40.813	540	1,32%
Grendene	240.500	ND	236.586	(3.914)	-1,65%
Guararapes	557.594	ND	563.942	6.348	1,13%

(Continua)

(Continuação)

Nome	(a) Padrão <sup>[1]</sup>	(b) Ajustado <sup>[2]</sup>	(c) EBITDA calculado	(d = c-a ou d = c/b) Diferença <sup>[3]</sup>	(f = d/a) ou (f = d/b) Variação percentual <sup>[4]</sup>
Habitasul	ND	ND	39.246	-	-
Helbor	228.588	ND	203.266	(25.322)	-12,46%
Hercules	ND	ND	2.625	-	-
Hoteis Othon	9.267	ND	12.340	3.073	24,90%
Ideiasnet	30.300	ND	(9.755)	(40.055)	-410,61%
Iguatemi	184.880	202.563	184.933	53	0,03%
Ind Cataguas	27.110	ND	18.388	(8.722)	-47,43%
Inepar Tel	ND	ND	(451)	-	-
Invest Bemge	ND	ND	11.414	-	-
Itausa	ND	ND	(12.993.000)	-	-
Itautec	34.200	ND	31.953	(2.247)	-7,03%
Jereissati	2.498.000	ND	2.474.865	(23.135)	-0,93%
JHSF Part	273.800	ND	259.859	(13.941)	-5,36%
Karsten	39.737	ND	38.347	(1.390)	-3,62%
Kroton	25.845	52.152	2.498	(23.347)	-934,63%
Le Lis Blanc	74.022	ND	74.022	-	0,00%
LF Tel	ND	ND	2.295.469	-	-
Lix da Cunha	ND	ND	(14.589)	-	-
LLX Log	ND	ND	(86.049)	-	-
Localiza	673.301	ND	673.301	-	0,00%
Log-in	74.000	ND	69.906	(4.094)	-5,86%
Lojas Americ	1.355.400	ND	1.229.535	(125.865)	-10,24%
Lojas Hering	ND	ND	689	-	-
Lojas Marisa	383.500	ND	389.308	5.808	1,49%
Lojas Renner	505.100	ND	480.261	(24.839)	-5,17%
Lopes Brasil	168.586	ND	168.586	-	0,00%
Marisol	47.471	ND	47.471	-	0,00%
Mendes Jr	ND	ND	413.644	-	-
Mont Aranha	ND	ND	104.157	-	-
MRV	795.933	ND	683.540	(112.393)	-16,44%
Multiplan	ND	ND	350.195	-	-
Mundial	37.000	ND	29.087	(7.913)	-27,20%
Net	ND	ND	1.559.284	-	-
OHL Brasil	ND	834.200	834.209	9	0,00%
Oi	ND	3.516.000	3.516.270	270	0,01%
OSX Brasil	ND	ND	(172.027)	-	-
Par Al Bahia	ND	ND	30.599	-	-
PDG Realt	1.475.834	ND	875.558	(600.276)	-68,56%
Pet Manguinh	ND	ND	(127.318)	-	-
Petrobras	60.323.000	ND	60.455.664	132.664	0,22%
Pettenati	19.941	ND	5.288	(14.653)	-277,11%
Polpar	ND	ND	263	-	-
Porto Seguro	ND	ND	352.326	-	-
Positivo Inf	143.000	ND	136.651	(6.349)	-4,65%
Pq Hopi Hari	ND	ND	19.594	-	-
Pro Metalurg	ND	ND	(1.965)	-	-
Redecard	ND	ND	1.611.383	-	-
Rodobensimob	137.000	ND	118.485	(18.515)	-15,63%
Rossi Resid	533.000	ND	374.902	(158.098)	-42,17%
Santanense	ND	ND	45.345	-	-
Santos Brp	310.092	ND	310.092	-	0,00%
Sao Carlos	ND	121.600	186.014	64.414	34,63%

(Continua)

(Conclusão)

Nome	(a) Padrão <sup>[1]</sup>	(b) Ajustado <sup>[2]</sup>	(c) EBITDA calculado	(d = c-a ou d = c/b) Diferença <sup>[3]</sup>	(f = d/a) ou (f = d/b) Variação percentual <sup>[4]</sup>
Saraiva Livr	150.042	ND	146.148	(3.894)	-2,66%
Schlosser	ND	ND	(8.486)	-	-
Sondotecnica	ND	ND	12.306	-	-
Springer	ND	ND	8.795	-	-
Springs	136.100	ND	136.184	84	0,06%
Sultepa	ND	ND	17.300	-	-
Tam S/A	1.696.782	ND	1.713.367	16.585	0,97%
Tecnisa	263.000	ND	233.264	(29.736)	-12,75%
Tectoy	ND	ND	(4.312)	-	-
Tegma	186.874	ND	186.874	-	0,00%
Teka	17.300	ND	16.585	(715)	-4,31%
Tele Nort Cl	ND	ND	3.259.414	-	-
Telef Brasil	5.460.200	ND	5.460.221	21	0,00%
Tim Part S/A	4.194.000	ND	4.193.595	(405)	-0,01%
Totvs	289.552	ND	289.552	-	0,00%
Trisul	ND	ND	97.400	-	-
Triunfo Part	ND	275.576	273.252	(2.324)	-0,85%
Ultrapar	1.776.000	ND	1.855.315	79.315	4,28%
Viavarejo	347.600	ND	369.428	21.828	5,91%
Vicunha Text	183.838	ND	169.266	(14.572)	-8,61%
Viver	141.107	140.077	97.257	(43.850)	-45,09%
Vulcabras	ND	299.613	289.486	(10.127)	-3,50%
Wembley	ND	ND	179.582	-	-
Whirlpool	ND	ND	889.760	-	-
Fer C Atlant	ND	ND	88.024	-	-

Notas:<sup>[1]</sup> EBITDA padrão divulgado pela companhia.

<sup>[2]</sup> EBITDA ajustado divulgado pela companhia.

<sup>[3]</sup> Esta fórmula é utilizada para todas as companhias que divulgam o EBITDA padrão. Para as companhias que divulgam apenas o EBITDA ajustado, a fórmula foi alterada para: (c-b).

<sup>[4]</sup> Para as companhias que divulgaram apenas o EBITDA ajustado, a fórmula foi alterada para: ((c-b)/b).

<sup>[5]</sup> ND representa companhias que não divulgaram o EBITDA em seus relatórios neste ano.

<sup>[6]</sup> SD representa companhias que não divulgaram suas demonstrações neste ano.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados dos Demonstrações Financeiras das companhias analisadas coletados no programa de computador *Economática* (2010).

**Tabela 16 – Diferenças entre o EBITDA divulgado e o calculado no ano de 2011**

Valores em milhares de reais.

Nome	(a) Padrão <sup>[1]</sup>	(b) Ajustado <sup>[2]</sup>	(c) EBITDA calculado	(d = c-a ou d = c/b) Diferença <sup>[3]</sup>	(f = d/a) ou (f = d/b) Variação percentual <sup>[4]</sup>
Alfa Consorc	ND <sup>[5]</sup>	ND	(74.258)	-	-
Alfa Holding	ND	ND	(44.704)	-	-
Aliansce	188.899	190.389	179.319	(9.580)	-5,34%
All Amer Lat	1.494.100	ND	1.602.199	108.099	6,75%
Alpargatas	404.500	ND	365.850	(38.650)	-10,56%
Anhanguera	ND	276.479	162.344	(114.135)	-70,30%
B2W Varejo	415.400	ND	309.254	(106.146)	-34,32%
Battistella	ND	ND	56.561	-	-
Bematech	(46.824)	32.917	(46.824)	-	0,00%
BHG	41.888	ND	51.570	9.682	18,77%
Bic Monark	ND	ND	7.974	-	-
BR Brokers	151.700	ND	151.661	(39)	-0,03%
BR Malls Par	1.455.971	684.813	1.447.441	(8.530)	-0,59%
BR Properties	ND	310.500	733.344	422.844	57,66%
Bradespar	ND	ND	2.167.706	-	-
Brasilagro	29.621	22.341	20.487	(9.134)	-44,58%
Brasmotor	ND	ND	162.869	-	-
Brookfield	796.042	ND	652.663	(143.379)	-21,97%
Buettner	(25.373)	ND	(90.030)	(64.657)	-71,82%
Cambuci	26.817	ND	26.370	(447)	-1,70%
CC Des Imob	(121.000)	ND	(121.002)	(2)	0,00%
CCR SA	2.933.762	ND	2.711.903	(221.859)	-8,18%
Cedro	56.050	ND	56.050	-	0,00%
Cemepe	ND	ND	(375)	-	-
Cia Hering	394.464	ND	394.464	-	0,00%
Cielo	2.389.000	ND	2.388.508	(492)	-0,02%
Cims	ND	ND	(58)	-	-
Const A Lind	ND	ND	(1.883)	-	-
Coteminas	ND	ND	(81.716)	-	-
Cr2	41.979	ND	30.166	(11.813)	-39,16%
Cyre Com0Ccp	174.333	139.794	180.197	5.864	3,25%
Cyrela Realty	852.000	1.090	763.896	(88.104)	-11,53%
Direcional	ND	243.270	188.133	(55.137)	-29,31%
Doc Imbituba	ND	ND	(14.300)	-	-
Dohler	33.370	ND	30.670	(2.700)	-8,80%
Ecorodovias	482.600	523.800	956.498	473.898	49,55%
Embratel Part	3.162.000	ND	3.411.477	249.477	7,31%
Encorpar	ND	ND	46.783	-	-
Estacio Part	140.500	133.600	123.036	(17.464)	-14,19%
Estrela	19.238	ND	(3.676)	(22.914)	-623,34%
Eternit	140.107	ND	140.107	-	0,00%
Even	359.031	ND	286.231	(72.800)	-25,43%
Eztec	289.273	ND	291.047	1.774	0,61%
Fab C Renaux	ND	ND	(1.930)	-	-
Gafisa	(338.600)	ND	(519.496)	(180.896)	-34,82%
Generalshopp	ND	98.641	97.948	(693)	-0,71%
Gol	201.954	ND	151.303	(50.651)	-33,48%
Gp Invest	ND	ND	(639.899)	-	-
Grazziotin	43.971	ND	44.680	709	1,59%
Grendene	213.783	ND	216.210	2.427	1,12%
Guararapes	603.072	ND	603.073	1	0,00%

(Continua)

(Continuação)

Nome	(a) Padrão <sup>[1]</sup>	(b) Ajustado <sup>[2]</sup>	(c) EBITDA calculado	(d = c-a ou d = c/b) Diferença <sup>[3]</sup>	(f = d/a) ou (f = d/b) Variação percentual <sup>[4]</sup>
Habitasul	ND	ND	22.534	-	-
Helbor	256.454	ND	238.806	(17.648)	-7,39%
Hercules	2.200	ND	(351)	(2.551)	-726,78%
Hoteis Othon	9.500	(19.500)	(23.713)	(33.213)	-140,06%
Ideiasnet	54.800	ND	34.311	(20.489)	-59,72%
Iguatemi	234.967	ND	235.024	57	0,02%
Ind Cataguas	ND	24.642	19.374	(5.268)	-27,19%
Inepar Tel	ND	ND	(358)	-	-
Invest Bemge	ND	ND	(498)	-	-
Itausa	ND	ND	(10.808.000)	-	-
Itautec	53.400	ND	53.606	206	0,38%
Jereissati	2.654.000	ND	2.654.272	272	0,01%
JHSF Part	311.283	ND	302.714	(8.569)	-2,83%
Karsten	(31.265)	ND	(30.248)	1.017	3,36%
Kroton	90.813	105.007	82.171	(8.642)	-10,52%
Le Lis Blanc	100.898	109.686	100.658	(240)	-0,24%
LF Tel	ND	ND	2.138.864	-	-
Lix da Cunha	ND	ND	8.568	-	-
LLX Log	ND	ND	(111.518)	-	-
Localiza	821.300	ND	821.294	(6)	0,00%
Log-in	(27.100)	33.900	(26.805)	295	1,10%
Lojas Americ	1.448.900	ND	1.317.685	(131.215)	-9,96%
Lojas Hering	ND	ND	4.825	-	-
Lojas Marisa	392.600	ND	399.788	7.188	1,80%
Lojas Renner	592.600	ND	570.270	(22.330)	-3,92%
Lopes Brasil	165.093	ND	138.517	(26.576)	-19,19%
Marisol	65.289	ND	65.289	-	0,00%
Mendes Jr	ND	ND	(24.978)	-	-
Mont Aranha	ND	ND	202.840	-	-
MRV	1.045.000	ND	911.868	(133.132)	-14,60%
Multiplan	455.280	ND	455.280	-	0,00%
Mundial	48.933	ND	28.398	(20.535)	-72,31%
Net	1.941.800	ND	1.941.825	25	0,00%
OHL Brasil	1.012.000	ND	1.012.127	127	0,01%
Oi	2.612.000	8.766.000	2.611.513	(487)	-0,02%
OSX Brasil	(50.000)	ND	(111.926)	(61.926)	-55,33%
Par Al Bahia	ND	ND	5.205	-	-
PDG Realt	1.565.100	ND	1.056.622	(508.478)	-48,12%
Pet Manguinh	ND	ND	33.260	-	-
Petrobras	62.246.000	ND	61.968.216	(277.784)	-0,45%
Pettenati	8.670	ND	4.835	(3.835)	-79,33%
Polpar	ND	ND	112	-	-
Porto Seguro	ND	ND	76.093	-	-
Positivo Inf	ND	70.400	(22.235)	(92.635)	-416,62%
Pq Hopi Hari	ND	ND	22.400	-	-
Pro Metalurg	ND	ND	1.484	-	-
Redecard	ND	ND	1.622.758	-	-
Rodobensimob	105.000	ND	126.195	21.195	16,80%
Rossi Resid	590.000	ND	405.705	(184.295)	-45,43%
Santanense	ND	ND	44.305	-	-
Santos Brp	456.934	ND	456.934	-	0,00%
Sao Carlos	221.100	176.700	201.998	(19.102)	-9,46%

(Continua)

(Conclusão)

Nome	(a) Padrão <sup>[1]</sup>	(b) Ajustado <sup>[2]</sup>	(c) EBITDA calculado	(d = c-a ou d = c/b) Diferença <sup>[3]</sup>	(f = d/a) ou (f = d/b) Variação percentual <sup>[4]</sup>
Saraiva Livr	172.553	ND	174.470	1.917	1,10%
Schlosser	ND	ND	(16.079)	-	-
Sondotecnica	ND	ND	6.817	-	-
Springer	ND	ND	67.940	-	-
Springs	ND	ND	(106.875)	-	-
Sultepa	ND	ND	(24)	-	-
Tam S/A	1.707.363	ND	1.748.260	40.897	2,34%
Tecnisa	ND	317.647	148.594	(169.053)	-113,77%
Tectoy	495	ND	(4.246)	(4.741)	-111,66%
Tegma	ND	206.372	201.894	(4.478)	-2,22%
Teka	(23.600)	ND	(27.985)	(4.385)	-15,67%
Tele Nort Cl	ND	ND	3.137.550	-	-
Telef Brasil	10.383.300	ND	10.383.360	60	0,00%
Tim Part S/A	4.637.000	ND	4.637.209	209	0,00%
Totvs	308.683	ND	308.683	-	0,00%
Trisul	75.668	ND	29.118	(46.550)	-159,87%
Triunfo Part	ND	286.022	295.958	9.936	3,36%
Ultrapar	2.011.000	ND	2.032.267	21.267	1,05%
Viavarejo	1.092.900	ND	1.009.353	(83.547)	-8,28%
Vicunha Text	171.469	ND	161.308	(10.161)	-6,30%
Viver	16.986	120.585	(42.538)	(59.524)	-139,93%
Vulcabras	(131.900)	ND	(131.924)	(24)	-0,02%
Wembley	ND	ND	(39.230)	-	-
Whirlpool	ND	ND	515.798	-	-
Fer C Atlant	ND	ND	(61.715)	-	-

Notas:<sup>[1]</sup> EBITDA padrão divulgado pela companhia.

<sup>[2]</sup> EBITDA ajustado divulgado pela companhia.

<sup>[3]</sup> Esta fórmula é utilizada para todas as companhias que divulgam o EBITDA padrão. Para as companhias que divulgam apenas o EBITDA ajustado, a fórmula foi alterada para: (c-b).

<sup>[4]</sup> Para as companhias que divulgaram apenas o EBITDA ajustado, a fórmula foi alterada para: ((c-b)/b).

<sup>[5]</sup> ND representa companhias que não divulgaram o EBITDA em seus relatórios neste ano.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados das Demonstrações Financeiras das companhias analisadas coletados no programa de computador *Economática* (2011).