

A Importância e Vantagens da Análise do Ebitda para Avaliação de Ações - Estudo de Caso na Empresa Gol

*Daniela de Oliveira Lopes*¹
*Aparecido Francisco Sales*²

Resumo

Neste trabalho é abordado o significado e diferença entre o Ebitda, Ebitdar e Ebitdarm, além da história da empresa Gol, desde a sua criação até os dias atuais, que foi o estudo de caso. São abordadas as diferentes maneiras de calcular o Ebitda, comparando a forma com que cada um dos autores demonstra o cálculo, até a definição de um padrão de cálculo definido pela Comissão de Valores Mobiliários. Este estudo tem por objetivo apresentar se há alguma correlação entre o Ebitda e o retorno das ações, fazendo uma análise entre os últimos 90 pregões dos anos de 2008, 2009, 2010, 2011 e 2012.

Palavras-chave: Ebitda, Ebitdar, Ações, Gol, GOLL4.

Introdução

Este trabalho estuda o EBITDA, as vantagens e importância para a avaliação das ações, por meio do desempenho operacional da empresa Gol, ou seja, quanto gera de recursos através das suas atividades operacionais, antes de verificar os efeitos financeiros e impostos.

O tema foi escolhido por ter uma importância para as empresas, visando o desempenho operacional, o que aguçou minha curiosidade sobre o assunto, podendo assim, encontrar alguma forma de análise no desempenho das ações da empresa em estudo e adquirindo maior conhecimento.

Com este contexto, é necessário responder: É possível fazer uma correlação entre o Ebitda e o retorno das ações? A hipótese é que através da origem dos resultados da empresa, haja uma correlação com o resultado da variação das ações, verificando a influência do resultado operacional com os investimentos em ações.

¹ Pós-graduanda em MBA, Gestão Contábil e Tributária pela Universidade de Sorocaba; Bacharel em Administração pela Faculdade de Administração e Ciências Contábeis de São Roque; Ensino Superior Completo em Matemática pela Universidade de Sorocaba.

² Servidor público federal e professor universitário, atua na área de finanças e avaliação e gestão de risco. Professor orientador.



Este estudo tem como objetivo geral identificar como o EBITDA pode auxiliar no desempenho operacional da organização em estudo. Tem também, como objetivo específico, verificar a possibilidade da influência do EBITDA no desempenho das ações da empresa em estudo.

Através de pesquisa exploratória e qualitativa buscou-se, tornar o tema mais explícito e proporcionar uma visão geral do assunto, baseando-se em pesquisa bibliográfica, com base em livros, revistas, material disponibilizado na *internet*, já publicados e pesquisa documental e análise de documentos públicos da empresa, para conclusão do artigo. (GIL, 2010).

1. Referencial Teórico

1.1. Conceito do Ebitda

“A sigla corresponde a *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* ou, em português, Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortização, também conhecido como Lajida.” (IUDÍCIBUS, 2007, p.232).

O Lucro antes de Juros e Impostos (LAJIR), conhecido como EBIT (*earnings before interests and taxes*), é uma variável do EBITDA. É o EBITDA (LAJIDA) menos a depreciação e a amortização de intangíveis. É um tipo de “Lucro antes de Impostos”, porém, não é um indicador contábil apresentado normalmente nas demonstrações de resultados. (CAVALCANTE, S/D, P.5).

Segundo o autor (2007), o Ebitda é utilizado por empresas de capital aberto e por analistas de mercado, como avaliação de desempenho ou do valor das companhias. Na década de 70, ficou conhecido na América e utilizado como uma medida temporária para avaliar o tempo necessário para que uma empresa pudesse progredir em um tempo de longo prazo, considerando sua atividade operacional.

Ainda para o autor, não há um padrão para se calcular o Ebitda, ou seja, cada empresa calcula da maneira que desejar, chamando a atenção da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec).

Iudícibus (2007), diz que o Ebitda é manipulável, apesar de não mostrar sobre a qualidade do lucro da empresa, pois ao somar a depreciação e a amortização, pode se conseguir Ebitda positivo, caso esse valor possa cobrir um prejuízo e deixar saldos.



O autor cita do item 1.9.7 Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº 01/2006 de 22 de fevereiro de 2006:

As companhias abertas vêm divulgando a medição do lucro antes dos juros, impostos de renda, depreciação e amortização – LAJIDA (EBITDA – *earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*) como uma medição paralela às convencionais apresentadas nas demonstrações contábeis. Essa medição também é largamente utilizada como um tipo de fluxo de caixa da companhia para fins diversos, como a capacidade de servir a dívida comparada aos recursos aplicados na empresa (valor de mercado mais dívida líquida a valor presente), ou utilizada como um múltiplo para avaliação de empresas, dentre outras aplicações. (IUDÍCIBUS, 2007, p.232).

Conforme Iudícibus (2007) tem sido analisado por entidades representativas do mercado de capitais que as informações do Ebitda estão sendo apresentadas em um aspecto particular e divergente pelas companhias abertas. Dessa maneira, se torna complicado entender a formação do número apresentado e a integração com outros números da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE). Essas medições que incluem ou excluem montantes não previstos nas medições econômicas, não estão baseadas em normas contábeis. Essa análise tem a intenção de transparecer a visão da administração sobre a geração de recursos pela companhia, devendo pôr em vigor uma relação com as medições previstas nas normas contábeis.

Iudícibus (2007) cita um exemplo de reconciliação com a medição econômica, mostrando o cálculo efetuado pela administração e explicação sobre a formação da medição econômica e comparação com outras companhias:

Lucro operacional
 (+) despesas financeiras
 (+) depreciação
 (±) amortização de ágio ou deságio
 (+) outras amortizações
 (-) despesas não recorrentes
 (=) Lucro antes dos Impostos, Juros, Depreciações e Amortizações – Lajida (Ebitda). (IUDÍCIBUS, 2007, P.234)

Para o autor, se pressupõe que em cada organização, haja a necessidade de uma explicação para as medições publicadas dos conceitos e objetivos, para o entendimento do usuário, não sendo fundamentado na estrutura contábil. Entretanto, o destaque das receitas financeiras, entende-se útil por prover de administração de ativos e a que melhor representa os



itens envolvidos na sequência do negócio. A eliminação poderia levar em conta um montante acima do disponível, que tem como objetivo a preparação de uma futura aquisição.

Em outra visão, para Iudícibus (2007), a eliminação total das receitas financeiras, também pode ser uma redução em casos em que não há algum detalhe sobre sua criação. Para a construção do EBITDA, se leva em conta a inclusão de despesas não recorrentes.

“O Ebitda, misto de indicador de desempenho econômico-financeiro e base para avaliação de empresas tem se mostrado bastante eficaz nas análises empresariais, o que ressalta sua importância.” (VASCONCELOS, 2002, p.39).

Portanto, o autor conclui que o Ebitda é o lucro operacional ajustado, onde a diferença em relação ao Ebitda se deve à depreciação/amortização ou exaustão.

Segundo o autor (2002), o Ebitda adere ao âmbito moderno e organizacional, local das reestruturações societárias, daí a necessidade de compreender o verdadeiro valor de um negócio.

Para Vasconcelos (2002), tem-se o dever de excelência empresarial, chegar a padrões de diferenciais que destaquem a empresa no ramo que atua, pelo motivo das influências externas, portanto, o diferencial será o grau de conservação do negócio, segurança, desempenho e o principal que é a aptidão de respostas às mudanças do ambiente e momentos da organização, podendo assim, constituir personalidade no mercado e intervir as forças competitivas a seu favor.

Ainda Vasconcelos (2002), diz que para um melhor desempenho, os gestores precisam do *feedback* fornecido pelas informações contábeis, em especial, no momento de estimar as ações empreendidas. Esta análise das Demonstrações Contábeis fornecidas torna-se uma grande aliada no trabalho de apoio e firmamento decisório.

Vasconcelos (2002) mostra um DRE simplificado:

Receita de Vendas
 (-) CPV
 =Lucro Bruto
 (-) Despesas Operacionais
 C/ Vendas
 Gerais e Administrativas
 (=) Ebitda ou Lucro Operacional Ajustado
 (-) Despesas Escriturais
 = Lucro Operacional antes do IR e CS
 (+ ou -) Receitas e Despesas Financeiras
 =Lucro antes do IR e CS
 (+) Provisão para IR e CS
 = Lucro Líquido. (VASCONCELOS, 2002, p.40)



O autor afirma que o Ebitda exprime o potencial de geração de recursos consequentes das operações da empresa. Não se inclui as despesas escriturais, onde não representa saída de recursos, porém, reúne todos os componentes operacionais, compreendendo grande parte das receitas obtidas e despesas incorridas, o que destacada a medida em relação ao Lucro Líquido na análise do desempenho operacional do negócio.

Ao falar em “potencial de geração de caixa”, Vasconcelos (2002), deseja destacar que parte da receita pode não retratar receitas à vista da mesma maneira que parte das despesas incorridas pode refletir uma pendência de pagamento. Dessa maneira, não se pode fazer uso da expressão “geração efetiva de caixa operacional” e nem “fluxo monetário”.

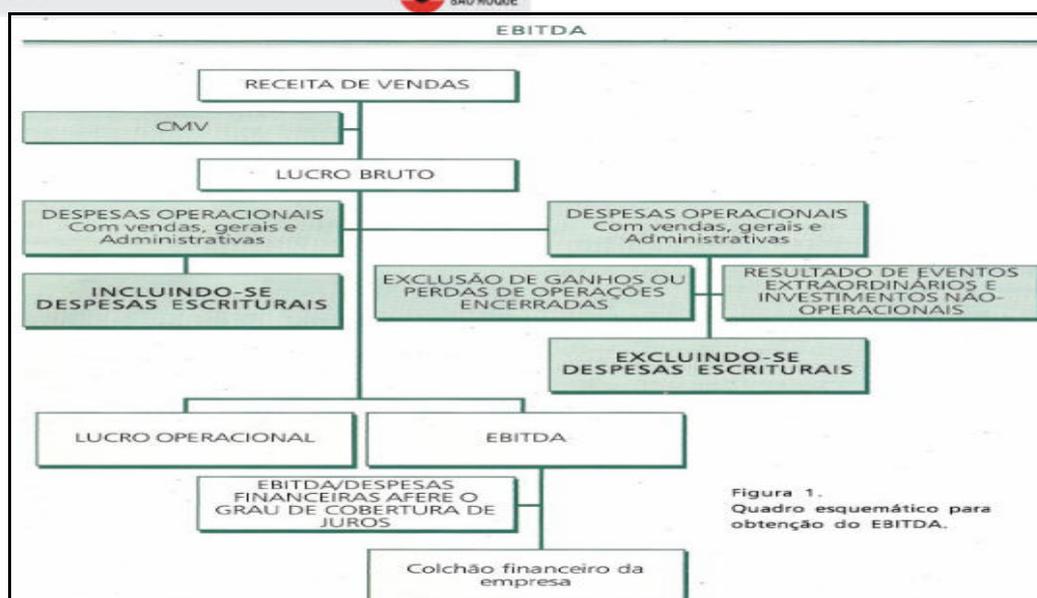
Segundo Assaf Neto (2001, *apud* Vasconcelos, 2002, p.41): “o Ebitda equivale ao conceito restrito de fluxo de caixa operacional da empresa, apurado antes do imposto de renda”.

O autor conclui que:

O Ebitda é utilizado como aferidor de desempenho na geração de recursos próprios decorrentes da atividade-fim do negócio, razão pela qual desconsidera em seu cômputo toda e qualquer receita ou despesa não decorrente da operação principal da empresa. (VASCONCELOS, 2002, p.41)

Para Vasconcelos (2002), ao desprezar em sua contagem os resultados financeiros, cancelamos toda e qualquer dificuldade existente gerada em função de uma suposta desvalorização de moeda. As receitas originadas de aplicações financeiras, não ligam-se ao objetivo principal do negócio, ou seja, não incluem-se no cálculo.

Figura 1 – Ebitda.



Fonte: Vasconcelos (2002)

Vasconcelos (2002) cita as decisões relacionadas ao Ebitda:

- Mudanças na política financeira da empresa: se os recursos, no período de análise do Ebitda estiver insatisfatório comparando a capacidade operacional de caixa da empresa, a política financeira, deverá ser reformulada caso a liquidez da empresa esteja baixa.
- Visualização do grau de cobertura das despesas financeiras: deverá ser verificado se os resultados operacionais cobrem as despesas financeiras e qual o percentual de segurança para a cobertura dessas despesas.
- Monitoramento de estratégias financeiras empreendidas: quanto maior a quantidade de recursos gerados, melhor a flexibilidade dos gestores para a tomara de decisões referente a ativos e liquidez.
- Pode ser utilizado como *benchmark* financeiro: analisar e comparar os indicativos da empresa, estáticos ou absolutos, com medidas congêneres.
- Serve de base par avaliação de empresas, uma vez que evidencia a viabilidade dos negócios: avaliações de várias empresas, especialmente, quando comparado o indicador absoluto com o volume de investimentos operacionais.
- Pode ser usada como base para pagamento de bônus a empregados: por ser analisada diretamente o desempenho operacional e comercial.
- Trata-se de uma medida globalizada: permite comparação de dados entre empresas localizadas em países diferentes, sendo possível, apenas, na eliminação de



cálculos obstáculos que prejudicam essa comparação, como os efeitos das diferenças de legislação tributária e depreciação.

Apesar de o indicador superar a eficácia do Lucro Líquido, para este tipo de avaliação, o mercado não deixa de lado toda a medida, sendo o lucro líquido que serve de base à remuneração dos acionistas.

Segundo Icó (2001, *apud* Vasconcelos 2002, p.44), a desvalorização cambial e os juros altos, podem mascarar o desempenho do negócio quando utilizado a medida do lucro líquido.

“O Lucro Líquido do Exercício (LLE) sempre foi por muitos considerado um ótimo, talvez o melhor, indicador do bom desempenho de uma companhia.” Se de um lado o Lucro Líquido do exercício não é eficaz para fins de medida do potencial gerador de caixa (operacional), por outro sua medida tem se mostrado eficiente na análise da remunerabilidade de empreendimentos em relação aos seus acionistas, razão pela qual ainda é bastante utilizada. (VASCONCELOS 2002).

O autor completa a citação mencionando que o Ebitda está totalmente à diferenças entre as políticas para as questões tributárias, como dos métodos da depreciação empregados ou permitidos.

Continuando, o autor menciona que por mais que os métodos de avaliação de entrada sejam mais objetivos, muitos entendem que sua adoção mascara o resultado, excepcionalmente, onde o custo das mercadorias/produtos vendidos não refletem a dinâmica de mercado. O Ebitda registra as mínimas variações à avaliação de estoque, principalmente quando a análise tem por objetivo o valor de mercado de empresas.

Os gastos diferidos, segundo Vasconcelos (2002), correspondem a gastos de um único período, necessários à continuidade da atividade, devendo levar ao resultado para melhor qualificação do indicador. O argumento da inclusão destas despesas se deve as despesas com pesquisa e desenvolvimento de novas linhas de produto. Esses gastos são despesas operacionais, sendo levado em conta o resultado total.

O valor do indicador é maior quando usado com outras técnicas de análise ou indicadores, ou seja, uma empresa que apresenta em certo exercício um Ebitda positivo, parte do resultado pode estar comprometido com um passivo oneroso. Outro caso é uma empresa apresentar um Ebitda negativo, porém, quando os números são analisados numa linha



temporal, se constata uma tendência de recuperação. Para isso, é necessário dimensionar o indicador de forma realista. (Vasconcelos 2002).

O autor explica que nem sempre um Ebitda negativo quer dizer ausência de crescimento, especialmente se é considerado uma empresa em fase de consolidação. Para isso, o analista tem que levar em consideração o uso de outras técnicas, como a análise horizontal, cruzada e da própria análise estática, onde o conceito do Ebitda pode ser utilizado, conforme alguns índices abaixo indicados:

Tabela 1 – Quadro de Indicadores.

Quadro de Indicadores	
Indicador	Interpretação
Grau de cobertura operacional = Ebitda/Despesas Financeiras.	Informa quanto à empresa pode gerar em sua atividade para fazer face às despesas financeiras do período.
Margem Operacional = Ebitda/Vendas.	Mede o volume dos recursos líquidos gerados na atividade da empresa comparativamente ao volume bruto de vendas. De forma indireta, afere o impacto das despesas operacionais sobre o desempenho operacional do negócio.
Rentabilidade do ativo operacional ajustado = Ebitda/Ativo operacional.	Afere o potencial de ingresso para cada unidade monetária de investimento operacional. Importante indicador de desempenho, uma vez que permite monitorar elementos de gestão estratégicos: comportamento das vendas-custos e alocação de ativos operacionais.
ROI ajustado = Margem operacional (%) * giro do ativo (%), ou seja, (Ebitda * 100/vendas) * (vendas/ativo operacional).	Permite avaliar o comportamento da margem operacional e do giro do ativo de forma combinada, o que facilita a previsão da margem para determinadas condições de custos variáveis ou volume de vendas.
Rentabilidade do patrimônio líquido ajustado = Ebitda/patrimônio líquido médio.	Informa quanto à empresa obteve em sua atividade comparativamente ao volume de recursos próprios investidos. Na verdade, obtêm-se com este indicador a taxa efetiva de rendimento do capital próprio.

Fonte: Vasconcelos (2002).



Vasconcelos (2002) menciona que a partir do indicador absoluto, pode-se obter um dado sobre o giro. A partir da fórmula universal do giro, se calcula a rotação desta geração de recursos financeiros:

$$\text{Quociente de Giro QO} = \frac{[(a+a*b)-b]}{\frac{a+b}{2}}$$

Sendo:

a = Ebitda no início do período;

b = Ebitda no final do período;

a*b = Total do período;

a+b/2 = Média.

Com esta análise, é possível identificar que a variação do giro é função da geração operacional de recursos, dependendo de fatores operacionais e de mercado.

O autor finaliza dizendo que com a análise do Ebitda, comparando com dados das empresas e de exercícios anteriores, se avalia o êxito da empresa em seu segmento, motivo a qual a medida tem sido uma das mais utilizadas no mercado.

Segundo Bruno (2012), a CVM padronizou o cálculo do Ebitda, entre as empresas que publicam seus valores, o que pode ajudar na análise dos investidores que utilizam esse indicador em tomadas de decisão de investimentos.

Em entrevista ao Bruno, o superintendente José Carlos Bezerra comenta:

“A novidade é que estamos disciplinando esse tipo de divulgação, já que não existia uma norma sobre isso”, explicou Bezerra. “Até agora, o cálculo do Ebitda era feito de forma diferente por cada empresa aberta que optasse pela divulgação desse indicador, que é facultativo. Existe um cálculo tradicional para o Ebitda, que está nos livros de finanças e ele tem de ser atendido”, explicou o superintendente. “A empresa está autorizada a divulgar um Ebitda ajustado, calculado pela metodologia que achar mais adequada e que estime o potencial de geração de caixa da companhia, desde que também publique o Ebitda tradicional. Ao escolher publicar os dois indicadores, a companhia também deve divulgar sua metodologia de cálculo. Tem que divulgar tudo o que for necessário para que o investidor entenda como o Ebitda foi ajudado. Para poder refazer a conta se achar necessário”. (BRUNO, 2012).

Bruno (2012) menciona a decisão que aprova revisões nas regras de elaboração e divulgação de balanços por empresas coligadas ou controladas e sobre isso, Bezerra cita que foi apenas um aperfeiçoamento do Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Conclui dizendo que os resultados obtidos por essas empresas podem ser reconhecidos quando a operação for feita com um outro grupo.



Na Instrução CVM nº 527/12 (anexo1), art. 2º informa que o cálculo do Ebitda deve ter como base os números apresentados nas demonstrações contábeis e não podem compor o cálculo divulgado ao mercado, os valores que não existam nas demonstrações referidas ao *caput* e nem na demonstração do resultado do exercício. Para divulgação deve estar junto da conciliação dos valores constantes das demonstrações contábeis.

Conforme o art. 3º da Instrução CVM nº 527/12, o cálculo do Lajir/Ebit e do Lajida/Ebitda será obtido da seguinte forma:

Tabela 2 – Lajida.

Lajida
Resultado líquido
(+) tributo sobre o lucro
(+) despesas financeiras
(-) receitas financeiras
= Lajir – Lucro antes dos juros e impostos
(+) depreciações
(+) amortizações
(+) exaustões
(=) Lucro antes dos impostos, depreciações e amortizações.

FONTE: Autora.

Como mencionado no art. 4º da Instrução CVM nº 527/12, os valores devem ser divulgados juntamente com os valores calculados de acordo com o art. 3º. Os outros itens só podem ser usados quando estiverem nos registros contábeis que serviram como base para a elaboração das demonstrações, desde que tenham sido verificados por parte do auditor independente da companhia nos termos da norma NBC TA 720.

Segundo a nota explicativa à instrução CVM nº 527/12 (anexo 2), a divulgação das informações pelas companhias abertas com base em dados contábeis e não contábeis devem ter cuidados observados pelos administradores das organizações, para preservar a qualidade das informações. A nota releva a importância da segurança das informações, por influenciarem nas decisões econômicas dos usuários.

Conforme a referida nota explicativa, notou-se que o Ebitda estava sendo elaborado e divulgado de forma própria por cada organização e divergente entre elas, dificultando o



entendimento e análise da formação do número exibido juntamente com a demonstração do resultado, prejudicando a comparação.

A nota explicativa menciona ainda que a legislação brasileira não separa, a partir da Lei nº 11.941/08, os valores chamados de “resultados não operacionais”, deixando por conta das normas contábeis específicas.

Referida nota, menciona que, para eliminar possíveis distorções, foi publicado o Pronunciamento Técnico CPC 26, que trata da apresentação das Demonstrações Contábeis, definiu, em seu item 82 a estruturação mínima da demonstração de resultado:

A demonstração do resultado do período deve, no mínimo, incluir as seguintes rubricas, obedecidas também as determinações legais:

- (a) receitas;
- (b) custo dos produtos, das mercadorias ou dos serviços vendidos;
- (c) lucro bruto;
- (d) despesas com vendas, gerais, administrativas e outras despesas e receitas operacionais;
- (e) parcela dos resultados de empresas investidas reconhecida por meio do método de equivalência patrimonial;
- (f) resultado antes das receitas e despesas financeiras;
- (g) despesas e receitas financeiras;
- (h) resultado antes dos tributos sobre o lucro;
- (i) despesa com tributos sobre o lucro;
- (j) resultado líquido das operações continuadas;
- (k) valor líquido dos seguintes itens:
 - (i) resultado líquido após tributos das operações descontinuadas;
 - (ii) resultado após os tributos decorrente da mensuração ao valor justo menos despesas de venda ou na baixa dos ativos ou do grupo de ativos à disposição para venda que constituem a unidade operacional descontinuada;
- (l) resultado líquido do período.

A nota explica que as únicas receitas e despesas não apresentadas, são os itens k(i) e k(ii), incluindo o resultado líquido das operações suspensas, destaca-se na estruturação da demonstração do resultado.

O Pronunciamento Conceitual Básico do CPC00 que estabelece a Estrutura Conceitual e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro enfoca em seu item OB18 o poder preditivo da demonstração do resultado quando diz respeito do desempenho financeiro refletido pelo regime de competência, pois as:

Informações sobre a *performance* financeira da entidade que reporta a informação durante um período que são reflexos de mudanças em seus recursos econômicos e reivindicações, e não da obtenção adicional de recursos diretamente de investidores e credores, **são úteis para avaliar a capacidade passada e futura da entidade na geração de fluxos de caixa líquidos**. Essas informações servem de indicativos da extensão em que a entidade que reporta a informação tenha aumentado seus recursos econômicos disponíveis, e dessa forma sua capacidade de gerar fluxos de caixa



líquidos por meio de suas operações e não pela obtenção de recursos adicionais diretamente de investidores e credores. (**grifamos**).

A nota explicativa à instrução CVM nº 527/12, menciona que é comum à divulgação de um indicador que aprecia ajustes adicionais ao resultado, com o intuito de gerar informação sobre o seu potencial de geração bruta futura de caixa. Esses ajustes tem uma consequência na determinação do Ebitda Ajustado e são derivados do julgamento da administração quanto a sua representatividade na determinação do potencial de geração bruta futura de caixa.

Portanto, a nota explicativa torna claro que deve ser descrita a motivação e a natureza dos ajustes efetuados, combinação entre o resultado do período e o Ebitda Ajustado, para adequada compreensão do indicador e sua comparação com os demais pares.

Conforme divulgações permitidas e restrições mencionadas na nota explicativa à instrução CVM nº 527/12, a organização pode divulgar o conceito do Ebitda ou o conceito ajustado, desde que este esteja vinculado com o conceito básico. No caso da divulgação do Ebitda ajustado, é necessário dar o completo conhecimento da motivação, natureza e dos valores dos ajustes introduzidos e o resultado do período, sem que sejam comprometidos os conceitos.

A nota ainda frisa que as divulgações devem ser feitas de modo sólido e semelhante com os períodos anteriores e caso haja mudança, deve ser exibida a justificativa, juntamente com toda a descrição da mudança ocorrida.

Conforme Yokoi (2013), com a primeira safra de resultados, após a CVM padronizar os cálculos, já apresenta efeitos, especialmente, nos casos do Ebitda ajustado. Cita o exemplo da Copasa, a qual com os ajustes feitos, tornou-se pronunciada a variação de um ano para o outro, graças às alterações do Ebitda:

Em seu último release de resultados, a companhia de saneamento registrou Ebitda ajustado de R\$ 1,131 bilhão em 2012, 8,95% superior ao R\$ 1,038 bilhão de igual período do ano anterior. No entanto, se fosse levado em conta o Ebitda de 2011, divulgado antes da nova regra, de R\$ 1,07 bilhão, o incremento seria de 5,7%. Na Copasa, o Ebitda ajustado desconsidera as receitas e os custos de construção.

Mencionada em sua matéria, a ALL mudou após os ajustes, pois “o indicador de 2011 passou de R\$ 1,494 bilhão para R\$ 1,577 bilhão sob a nova modalidade. A projeção do indicador para 2012, segundo a prévia anunciada, é de R\$ 1,683 bilhão”.



A reportagem dá destaque à justificativa que as companhias são obrigadas divulgar em suas publicações: “Faltava transparência na forma como os ajustes eram feitos, nas suas motivações”.

1.2. Comparação Iudícibus, Vasconcelos, CVM

No quadro Formas de Calcular o Ebitda, é feita uma comparação entre os autores Iudícibus, Vasconcelos, juntamente com a atualização da CVM. Neste quadro, é demonstrado a forma mais fácil e com resultado mais claro de se calcular o Ebitda, que é pela CVM.

Tabela 3 – Formas de calcular o Ebitda.

Formas de calcular o Ebitda		
Iudícibus	Vasconcelos	CVM
Lucro operacional	Receita de Vendas	Lajida/Lajir
(+) despesas financeiras	(-) CPV	Resultado líquido
(+) depreciação	=Lucro Bruto	(+) tributo sobre o lucro
(=) amortização de ágio ou deságio	(-) Despesas Operacionais c/ Vendas Gerais e Administrativas	(+) despesas financeiras
(+) outras amortizações	(=) Ebitda ou Lucro Operacional Ajustado	(=) Lucro antes dos juros e impostos.
(-) despesas não recorrentes	(-) Despesas Escriturais	(+) depreciações
(=) Lucro antes dos impostos, Juros, Depreciações e Amortizações – Lajida (Ebitda).	= Lucro Operacional antes do IR e CS	(+) amortizações
	(+ ou -) Receitas e Despesas Financeiras	(+) exaustões
	= Lucro antes do IR e CS	(=) Lucro antes dos impostos, depreciações e amortizações.
	(+) Provisão para IR e CS	
	= Lucro Líquido.	

FONTE: Autora.

2. Vantagens e Desvantagens do Ebitda

Segundo Santana e Lima (2004), alguns autores como Vasconcelos (2002), Assaf Neto (2002) e Icó e Braga (2001), mencionam as principais vantagens e desvantagens do Ebitda.

Tabela 4 – Pontos Positivos e Negativos

Nº	Pontos Positivos	Pontos Negativos
1	Possibilidade de conciliar as estimativas futuras de fluxo de caixa com o resultado obtido em exercícios passados.	O Ebitda pela sua própria composição e natureza, é sensível a avaliação de estoques, especialmente quando sua análise objetiva determinar o valor de mercado de empresas.
2	Por desconsiderar receitas e despesas financeiras, elimina qualquer dificuldade para fins de análise de uma eventual desvalorização da moeda.	O valor informativo do Ebitda é mais significativo quando usado de forma associada com outras técnicas de análise ou outros indicadores.
3	Apoia decisões de mudanças na política financeira da empresa, caso exista um valor de Ebitda insatisfatório.	Não é aplicado em Instituições Financeiras, dado que as despesas financeiras nestas Instituições fazem parte das operações principais, logo, não devem ser excluídas.
4	Auxilia na análise do grau de cobertura das despesas financeiras, evidenciando o potencial operacional de caixa para remunerar os credores.	Seria mais explicativo se proporcionasse uma leitura do efeito dos gastos diferidos em seus valores totais.
5	Avalia de que forma repercutiu a estratégia financeira adotada.	O Ebitda não interessa tanto a um investido minoritário de longo prazo, que está preocupado com a política de dividendos da empresa.
6	Pode ser utilizada como <i>benchmark</i> financeiro, através da análise de seus indicadores estáticos ou absolutos comparados com os de outras empresas congêneres.	Por desconsiderar despesas financeiras, o Ebitda pode tornar-se um indicador que não demonstra a real situação de uma empresa que possui um alto grau de endividamento, pois este pode omitir grandes prejuízos líquidos.
7	Por evidenciar a viabilidade dos negócios,	
	através da aferição da eficiência e	



	produtividade, serve de base para avaliação de empresas.	
8	Representa uma medida globalizada por permitir a comparação de dados entre empresas de diferentes países.	
9	Pode ser utilizada pelas empresas para estabelecer suas metas de desempenho.	
10	Pode ser utilizado como base para pagamentos de bônus a empregados.	

FONTE: Santana e Lima (2004).

3. Cálculos Alternativos

3.1. Ebitdar

Ebitdar – “*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Amortization, and Restructuring or Rent Costs* (Ebitdar) ou, em português, Lucros antes de juros, impostos, depreciação, amortização e reestruturação” fornece informações para avaliar o desempenho operacional de uma companhia sem levar em conta alguns fatores não relacionados a operações, tais como despesas de juros, taxas de impostos, os principais itens não caixa, ou itens não recorrentes, tais como custos de reestruturação.

O cálculo do Ebitdar ajuda a minimizar as variáveis que são exclusivas de empresa para empresa, a fim de concentrar a análise sobre a rentabilidade da operação como uma medida singular de desempenho. Essa análise é particularmente importante quando se comparam empresas similares de um mesmo segmento como, por exemplo, o segmento de transporte aéreo que realiza leasing das aeronaves com significativo custo,

Segundo texto disponível no site *Investing Answer*, Ebitdar é semelhante a outras medidas de rentabilidade, como Ebit e Ebitda, mas é usado para certos tipos de empresas, como cassinos e restaurantes que têm custos únicos, aluguel, ou para qualquer empresa que tenha custos de reestruturação não recorrentes ao longo dos últimos anos fiscais. A remoção desses custos permite comparar essas empresas para os outros em sua indústria que não compartilham os mesmos custos. (Site *Investing Answer*).



Ebitdar é calculado usando os dados das Demonstrações Financeiras – DFs de uma empresa, mesmo aparecendo como um item de linha, pode ser facilmente calculado usando as informações disponíveis nas DFs. Na tabela, a fórmula para o Ebitdar, com um exemplo hipotético:

Figura 2 – Exemplo de um cálculo do Ebitdar.

Company XYZ Income Statement For the Year Ended Dec 31, 2xxx	
Sales Revenue	\$1,000,000
Other Expenses	\$600,000
Restructuring Costs	\$100,000
Earnings Before Interest, Taxes and Depreciation	\$300,000
Depreciation Expense	\$100,000
Earnings Before Interest and Taxes	\$200,000
Interest Expenses	\$50,000
Earnings Before Income Taxes	\$150,000
Income Tax Expense	\$50,000
Net Income	\$100,000

Fonte: Site *Investing Answers*.

3.2. Ebitdarm

Ebitdarm – *earnings before interest, taxes, depreciation, amortization, rent and management fees* – ou lucro antes de juros, impostos, depreciação, amortização e taxas de gestão/gerenciamento, é frequentemente utilizado por agência de *rating* de crédito para ajudar com as comparações de similar, quando é elevado o custo de gerenciamento, essencial para as atividades operacionais.

3.3. Considerações

Segundo Merkel (2009), Ebitda, Ebitdar e Ebitdarm são indicadores de análise usados pela administração para avaliar o desempenho financeiro e alocação de recursos para as unidades que operam dentro de uma empresa. Estas ferramentas servem como medidas de capacidade de alavancagem e do serviço da dívida, ou seja, pagamento dos juros.



Ebitda tornou-se popular na década de 1980 para mostrar a rentabilidade potencial de aquisições alavancadas, mas tornou-se amplamente utilizado em muitas indústrias para as empresas que desejam divulgar números mais favoráveis ao público.

O Ebitdar e o Ebitdarm são ferramentas especialmente úteis para empresas que realizam esforços de reestruturação e tem sido utilizadas pelo mercado devido possibilitar visão mais adequada da empresa dependente de gestão de terceiros, bem como da locação de bens, máquinas, equipamentos, aeronaves, etc.

Embora o Ebitda, o Ebitdar e Ebitdarm possam ser medidas úteis para fins internos e comparação de empresas de mesmo segmento, não devem ser considerados medidas de desempenho financeiro segundo os princípios contábeis, geralmente, aceitos.

4. Gol

A GOL iniciou suas atividades no dia 1º de agosto de 2000 com a assinatura do contrato social da GOL Transportes Aéreos Ltda, sendo a primeira empresa aérea a implantar no Brasil o modelo de gestão *low cost, low fare* (baixo custo, baixa tarifa), com objetivo de oferecer preços acessíveis, sem prejuízos à segurança das operações e a qualidade dos serviços.

A escolha do nome foi rápida e simples, alinhada ao perfil da empresa que se queria criar: é monossilábico, fácil de memorizar, forte e, acima de tudo, brasileiro. GOL significa sucesso, conquista, alegria, vitória e possui a mesma pronúncia em qualquer lugar do país e do mundo.

A GOL revolucionou a aviação comercial brasileira ao eliminar a emissão do bilhete tradicional, facilitando a vida dos clientes e garante redução no preço das passagens. Outra importante inovação é a manutenção faseada, que consiste na revisão diária das aeronaves, realizada antes do primeiro voo, evitando que fiquem paradas, otimizar o índice de utilização diária, aumentando a receita gerada.

A GOL criou o Centro de Documentação e Memória (CEDOC), que analisa e propõe formas de sustentação fundamentais na preservação de documentos e informações da companhia e registrar valores e culturas, contribuindo para a construção da história da aviação. Além disso, o departamento ajuda na construção de uma identidade institucional com



sólidas referências, o que mantém a coesão interna e o sentimento de pertencimento dos colaboradores.

Em 2003, foi implantado o FOQA (*Flight Operation Quality Assurance*), programa que monitora a operação de cada aeronave, nos parâmetros de voo e manutenção, para torná-los cada vez mais seguros e que é analisado posteriormente pela equipe de *Safety* (segurança).

Em 2004, a GOL realizou seu IPO (*Initial Public Offering*), ou Primeira Oferta Pública, no mercado de ações da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e da de Nova York (NYSE) simultaneamente, no dia 24 de junho, superam todas as expectativas, com a captação de R\$ 1,9 bilhão na venda de 38 milhões de ações preferenciais.

Com informações atualizadas em português e inglês, o site de Relações com Investidores e o canal disponibiliza importantes informações, como as estimativas de lucro e consenso de analistas, estatísticas de tráfego aéreo e participação de mercado, releases para imprensa, notícias e demonstrações financeiras trimestrais e informações detalhadas sobre governança corporativa, comitês, código de ética e apresentações.

Além de integrar a carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), a GOL apoiou a iniciativa da Bovespa para impulsionar investimentos na Bolsa de Valores Sociais (BVS), desenvolvendo ações para captação de recursos para projetos educacionais. Inserido na Bovespa, o ISE reúne as 40 empresas com as melhores práticas de sustentabilidade empresarial, avaliadas nos quesitos gestão, política interna, desempenho e compliance.

Em 28 de março de 2007, a aquisição da VRG, empresa operadora da marca Varig, por US\$ 320 milhões, transformou a GOL em um dos maiores grupos de aviação da América Latina, com mais de 20 milhões de passageiros por ano. A operação permitiu que o grupo aumentasse a oferta de poltronas em voos com tarifas cada vez mais competitivas, estimulando o crescimento das viagens aéreas.

Já em setembro de 2008, ocorreu a reorganização societária de suas duas subsidiárias operacionais, que passaram a ser uma única companhia aérea operadora das marcas GOL e Varig, com uma nova malha aérea integrada.

A GOL comunicou ao mercado que celebrou acordo para a aquisição do capital total da *Webjet*. As operações das duas empresas, durante todo o processo, prosseguiram de forma independente, pois não havia previsão de mudanças estruturais ou de gestão, nas duas companhias.



IR *Global Rankings* anunciou as melhores colocadas companhias da América Latina. A GOL foi selecionada para a categoria *Best Financial Disclosure in Latin America 2011*, referente melhores práticas de divulgação financeira.

A GOL completou, em 15 de janeiro de 2011, 11 anos de operações regulares. No período, a empresa expandiu sua frota de 06 para 123 aeronaves e comemorou também a marca expressiva de cerca de 200 milhões de passageiros transportados.

Segundo Garcia (2013), a empresa GOL foi a segunda empresa mais lucrativa do mundo entre os anos 2002 e 2003 e afirma:

A partir de 2005, começou a insensatez deles comprando boa parte da Varig, uma cultura totalmente diferente. Em 2011, perderam 75% da criação de valor que eles fizeram e no mesmo ano compraram a Webjet. E agora estão passando por sérios problemas, cortando custos a torto e a direito.

A Gol apresentou uma redução de voos de 4,2% no mercado doméstico na comparação anual de 2012, em função da parada das atividades da Webjet. Essa redução atingiu 11%, acima da projeção de redução de oferta doméstica divulgada para o primeiro semestre de 2013. Segundo a empresa, devido à redução de oferta e a recomposição de preços no período, a demanda em junho apresentou redução de 3,7% na comparação anual (Alves, 2013).

Por outro lado, o *Prask* (receita de passageiro por assento quilômetro) cresceu 11% na comparação com junho de 2012. No segundo trimestre do ano, o crescimento foi de 10% e no semestre o aumento foi de 11%. O *yield* líquido (valor médio pago por passageiro por quilômetro voado) no mês apresentou aumento de 11%, ficando entre R\$ 21,0 e R\$ 21,4 centavos. No segundo trimestre de 2013 e no acumulado do ano, o *yield* líquido atingiu crescimento em cerca de 13% (Alves, 2013).

Segundo Benfeito (2013) a Justiça do Trabalho do Rio de Janeiro, determinou à Gol que reintegre mil funcionários demitidos da Webjet sob pena de multa diária por cada trabalhador. Além disso, foi condenada a pagar multa de R\$ 1 milhão por dano moral causado pelas demissões.

A autora afirma que ainda foi determinado que seja cobrada multa diária, por trabalhador, caso a sentença não seja cumprida. Para cada trabalhador demitido não reintegrado, a multa é de R\$ 100 por dia. Se as demissões ocorrerem após a sentença, passa a R\$ 1 mil por dia.



Benfeito (2013) cita o comunicado feito pela empresa sobre o assunto:

(...) Em 23 de novembro de 2012, a GOL Linhas Aéreas Inteligentes comunicou o início do processo de encerramento das atividades de sua controlada Webjet. A primeira medida foi a extinção das operações de voo. A Webjet possuía um modelo de operação com base em uma frota composta majoritariamente por aviões modelo Boeing 737-300, de idade média elevada, alto consumo de combustível e defasagem tecnológica.

Ao longo de dois meses foram realizadas oito reuniões com os sindicatos envolvidos. Foram oferecidos valores adicionais às obrigações de rescisão, subsídio de 100% do pagamento do plano de saúde para o profissional e seus dependentes por cinco meses, 20 dias adicionais ao Aviso Prévio e cinco meses de cestas básicas.

(...) Não tendo havido êxito nas negociações a Webjet desligou, em 1º de março, 748 profissionais que haviam sido reintegrados – sendo que os demais já haviam solicitado desligamento por vontade própria. Em 6 de março, desligou 84 colaboradores do quadro administrativo em continuidade ao processo de encerramento das atividades.

A Gol anunciou prejuízo líquido de R\$ 1,5 bilhão em 2012, contra perdas de R\$ 751 milhões em 2011. A receita da empresa aumentou 7,5%, chegando a R\$ 8,1 bilhões, com as medidas tomadas durante o ano (demissão de 15% de funcionários, diminuição de 5,4% na oferta, entre outros), enquanto que o prejuízo operacional ajustado da GOL em 2012 ficou em R\$ 709 milhões e o EBITDAR em R\$ 258 milhões (Andrade, 2013).

5. Apresentação da Análise do Estudo de Caso

Neste capítulo é apresentado o resultado das pesquisas realizadas no objeto de estudo. Os dados foram obtidos através dos Demonstrativos dos anos de 2008 a 2012, no próprio site da Gol, juntamente com as cotações das ações da empresa, obtidas em site especializado. Os gráficos, foram elaborados em dispersão, com a variação das ações GOLL4 nos últimos 90 pregões de cada ano, oferecem uma visão da oscilação desse período.

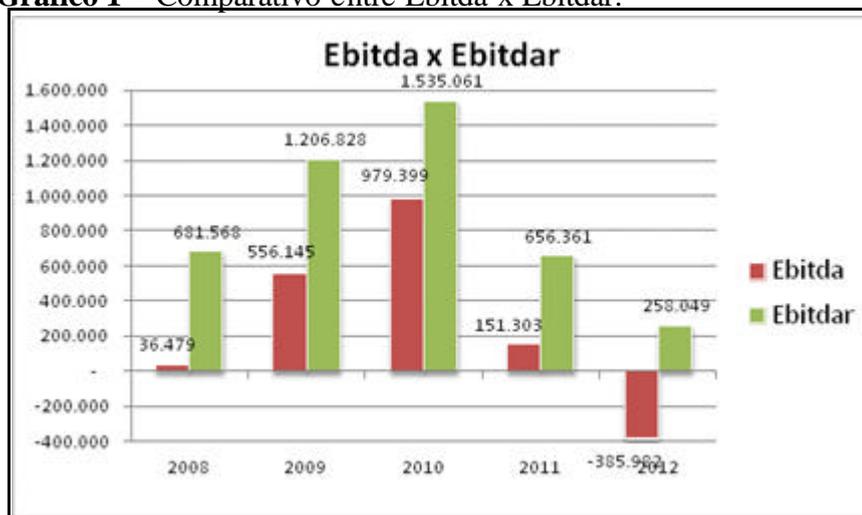
Para fazer a análise dos resultados, foram confrontados os resultados do Ebitda com os gráficos mencionados.

5.1. Apuração dos dados

Iniciando as análises pelo gráfico 1 – Comparativo entre o Ebitda e o Ebitdar. As análises foram desenvolvidas com base na Demonstração de Resultados dos exercícios de Revista Eletrônica Gestão e Negócios – Volume 5 – nº 1 - 2014

2008, 2009, 2010, 2011 e 2012, variabilidade das cotações das ações cotações das ações PN's da empresa GOL, identificadas como GOLL4 nos últimos 90 pregões de cada ano, sendo elaborados o Ebitda e o Ebitdar.

Gráfico 1 – Comparativo entre Ebitda x Ebitdar.



FONTE: Autora.

Pode ser percebido:

- Em relação ao Ebitda, a variação, de 2008 para 2009, foi significativa, pelo motivo do ano de 2008 não ter tido resultado líquido de derivativos e haver a maioria dos valores negativos, implicando em um baixo lucro em relação aos anos 2009 a 2011;
- Nos anos de 2010 e 2011, houve uma queda muito grande, pelo motivo do ano de 2011 ter prejuízo, juntamente com o valor dos juros sobre empréstimos terem sido alto;
- O ano de 2012 foi mais relevante o valor em relação aos outros anos, sendo negativo o valor do Ebitda, juntamente com o lucro que teve um prejuízo elevado;
- Fazendo uma comparação entre o Ebitda e o Ebitdar em todos os anos, percebe-se claramente um grande aumento, devido ao arrendamento das aeronaves, que contribuiu muito para o resultado de todos os anos.

Portanto, considerá-lo unicamente na decisão empresarial poderá proporcionar informações imprecisas, embora o EBITDA caracterize-se como um indicador financeiro de longo prazo, para a Gol são significantes as distorções provocadas de variação e de lucro onde houve muito oscilação



Em termos de ações e para melhor análise, pode-se buscar uma conciliação entre os resultados obtidos por meio do cálculo do EBITDA e os fatores que provocam as imprecisões, segundo informações de mercado e da empresa; e partindo desses fatores, analisar minuciosamente com uma visão de curto prazo para tomada de decisões.

Em relação às ações, foram realizadas as análises sobre a variação das cotações nos últimos 90 pregões dos anos de 2008, 2009, 2010, 2011 e 2012, podendo obter os seguintes dados:

Tabela 5 – Desvio Padrão das ações.

Ano	Desvio-Padrão 90 dias	Variação Média 90 dias	Ebitda
2008	700,95%	-9,03%	R\$ 36.479
2009	283,52%	35,99%	R\$ 556.145
2010	182,90%	12,74%	R\$ 979.399
2011	352,36%	19,14%	R\$ 151.303
2012	348,00%	33,17%	-R\$ 385.982
		DP x Ebitda	Var x Ebitda
Correlação		-0,5362	-0,0624

FONTE: Autora.

- a) No ano de 2.008, a média da variação da cotação das ações foi a pior em relação aos outros anos, chegando a -9,03% e a volatilidade, medida pelo Desvio-padrão foi de 700,95%, ou seja, o maior desvio-padrão identificado no período analisado o que pode explicar o menos Ebitda apurado no período analisado, R\$ 36.479;
- b) Em 2.009 foi registrada variação média 35,99% e o Desvio-padrão apurado de 283,52%, enquanto o Ebitda foi de R\$ 556.145;
- c) Já em 2.010, houve o menor desvio-padrão, 182,90% em relação aos outros anos, que pode explicar o melhor valor do Ebitda apurado no referido período, R\$ 979.399;
- d) No ano de 2.011, a variação média foi de 19,14%, o Desvio-padrão de 352,36% e o Ebitda apresentou resultado de R\$ 151.303;
- e) Em 2.012 foi a média das variações das ações foi de 33,17%, o Desvio-padrão apurado de 348,00% e o Ebitda deste ano foi negativo, fechando com R\$ -385.982;
- f) Já em 2010, houve o melhor índice do desvio-padrão em relação aos outros anos, que explica o alto valor do Ebitda, sendo o menos arriscado para investimentos;

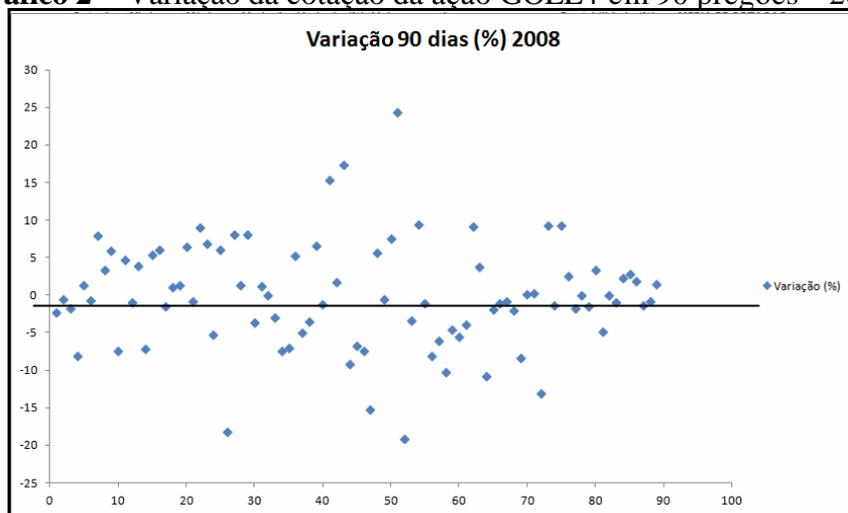


g) As correlações entre os Desvios-Padrão e o Ebitda, foram negativos, 0,5362% e entre a variação média e o Ebitda também obtiveram resultados negativos, -0,0624%.

A seguir serão apresentados os gráficos elaborados através de dados obtidos das ações:

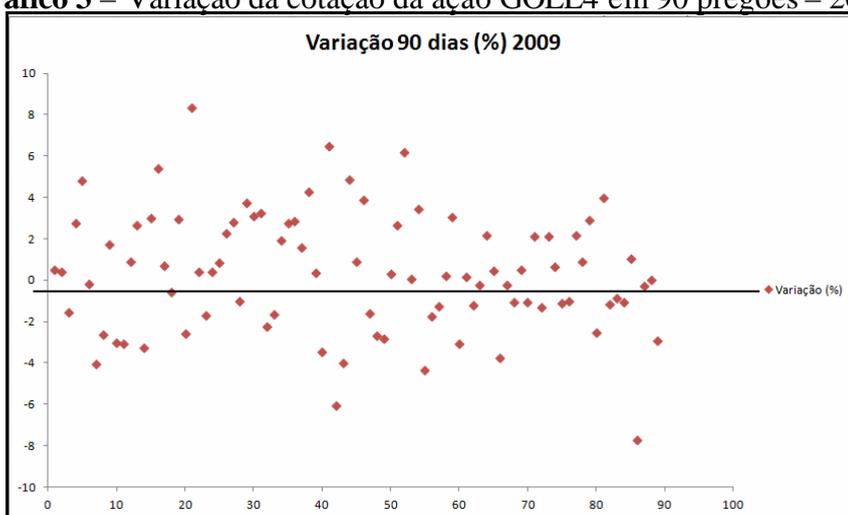
Os gráficos 2 ao 6, apresentam os resultados obtidos nos últimos 90 pregões da variação (%) das ações dos anos de 2008 a 2012.

Gráfico 2 – Variação da cotação da ação GOLL4 em 90 pregões – 2008.



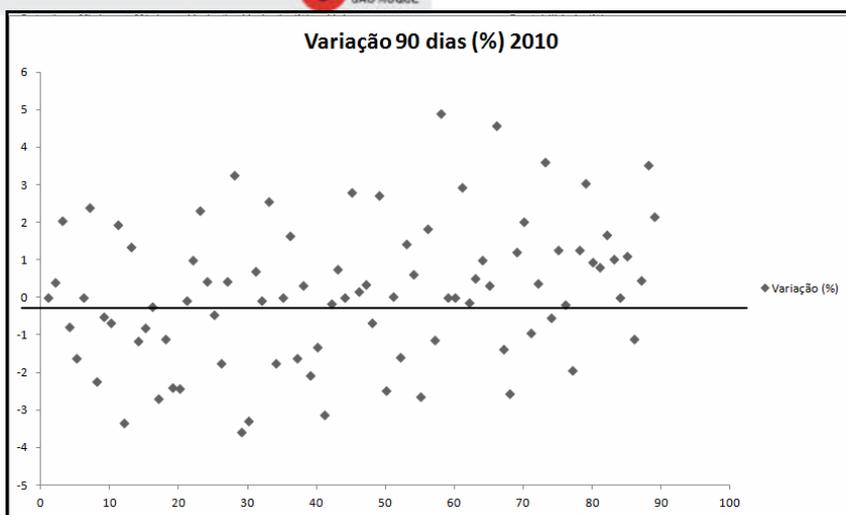
FONTE: Autora.

Gráfico 3 – Variação da cotação da ação GOLL4 em 90 pregões – 2009.



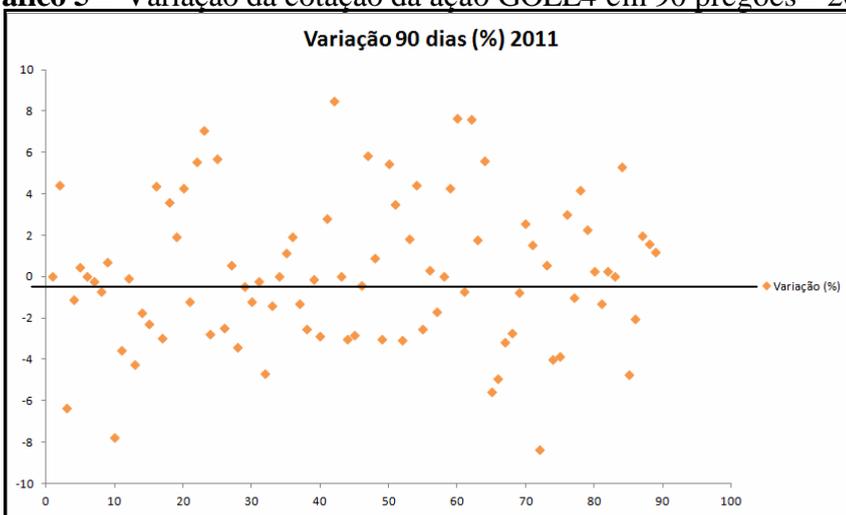
FONTE: Autora.

Gráfico 4 – Variação da cotação da ação GOLL4 em 90 pregões – 2010.



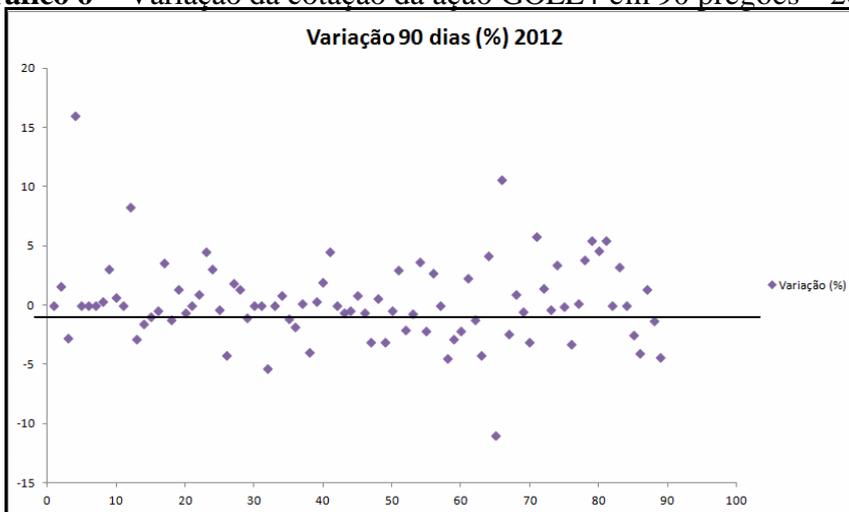
FONTE: Autora.

Gráfico 5 – Variação da cotação da ação GOLL4 em 90 pregões – 2011.



FONTE: Autora.

Gráfico 6 – Variação da cotação da ação GOLL4 em 90 pregões – 2012.



FONTE: Autora.



6. Análise dos Resultados

Neste capítulo será apresentada a análise dos resultados, identificada através de pesquisas apuradas na empresa de estudo.

6.1. Resultados Apurados

Através das informações obtidas com variação da cotação da ação GOLL4 em 90 pregões anteriores ao fechamento dos balanços e os valores do Ebitda, percebe-se que há uma relação entre os Desvio-Padrão calculados em confronto com o Ebitda e também entre a Variação Média e o Ebitda, podendo afirmar uma correlação negativa entre eles.

A correlação entre as séries de Desvios-Padrão e a do Ebitda é $-0,5362$, o que indica uma correlação significativa; como é negativa, é possível inferir que a perspectiva de um Ebitda mais robusto implica em menor volatilidade das ações GOLL4.

A correlação entre as séries Variabilidade Média e a do Ebitda é $-0,0624$, muito próximo de zero, quase não havendo uma relação concreta e clara entre elas.

Considerações Finais

Ao término da análise da pesquisa, observou-se que a hipótese levantada no começo deste artigo de verificar através da origem dos resultados da empresa, haja uma correlação com o resultado da variação das ações, verificando a influência do resultado operacional com os investimentos em ações, foi concretizada, havendo uma correlação negativa, onde é explicada na tabela 5, que há a comparação entre os desvios-padrão e a variação média, junto com o Ebitda.

Através das informações obtidas, percebe-se que é possível identificar uma relação clara de oscilações em cada um dos anos analisados, comparando o Ebitda, Desvio-padrão e a variação média, mesmo que negativos e muito próximos de zero.

Entretanto, para uma análise mais precisa pode-se buscar uma conciliação entre os resultados obtidos por meio do cálculo do EBITDA e os fatores que provocam as imprecisões, segundo informações de mercado e da empresa; e partindo desses fatores, analisar



minuciosamente com uma visão de curto prazo para tomada de decisões e avaliação de investimento nas ações.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVES, Danilo Teixeira. Redução de oferta da Gol em 2013 atinge 11%. **Panrotas**. (2013): 5 par. Disponível em: <http://www.panrotas.com.br/noticia-turismo/aviacao/reducao-de-oferta-da-gol-em-2013-atinge-11_90272.html?pesquisa=1>. Acesso em: 01. Ago. 2013.

ANDRADE, Artur Luiz. Com prejuízo de R\$ 1,5 bi, Gol reduz mais a oferta. **Panrotas**. (2013): 5 par. Disponível em: <[http://www.panrotas.com.br/noticiaturismo/aviacao/com-prejuizo-de-r\\$-15-bi-gol-reduz-mais-a-oferta_86702.html?pesquisa=1](http://www.panrotas.com.br/noticiaturismo/aviacao/com-prejuizo-de-r$-15-bi-gol-reduz-mais-a-oferta_86702.html?pesquisa=1)>. Acesso em: 12. Jun. 2013.

BENFEITO, Fabíola. Gol vai recorrer da decisão da Justiça sobre Webjet. **Panrotas**. (2013): 11 par. Disponível em: <http://www.panrotas.com.br/noticia-turismo/aviacao/gol-vai-recorrer-da-decisao-da-justica-sobre-webjet_86338.html?pesquisa=1>. Acesso em: 12. Jun. 2013.

BRUNO, Luciana. CVM edita regra para uniformizar cálculo do Ebitda. **Valor**. (2012): 7 par. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/2855684/cvm-edita-regra-para-uniformizar-calculo-do-ebitda>>. Acesso em: 10. Ago. 2013.

CAVALCANTE, Francisco. Entendendo os diversos conceitos de lucro. **Cavalcanteassociados**. (s/a): 8 págs. Disponível em: <<http://www.cavalcanteassociados.com.br/utd/UpToDate389.pdf>>. Acesso em: 12. Jul. 2013.

CITAÇÕES Históricas. **Cotações. Economia**. (2013): 2 págs. Disponível em: <<http://cotacoes.economia.uol.com.br/acao/cotacoes-historicas.html?codigo=GOLL4.SA&beginDay=1&beginMonth=1&beginYear=2008&endDay=31&endMonth=12&endYear=2008>>. Acesso em: 12. Jul. 2013

CITAÇÕES Históricas. **Cotações. Economia**. (2013): 2 págs. Disponível em: <<http://cotacoes.economia.uol.com.br/acao/cotacoes-historicas.html?codigo=GOLL4.SA&beginDay=1&beginMonth=1&beginYear=2009&endDay=31&endMonth=12&endYear=2009>>. Acesso em: 12. Jul. 2013.

CITAÇÕES Históricas. **Cotações. Economia**. (2013): 2 págs. Disponível em: <<http://cotacoes.economia.uol.com.br/acao/cotacoes-historicas.html?codigo=GOLL4.SA&beginDay=1&beginMonth=1&beginYear=2010&endDay=31&endMonth=12&endYear=2010>>. Acesso em: 12. Jul. 2013.

CITAÇÕES Históricas. **Cotações. Economia**. (2013): 2 págs. Disponível em: <<http://cotacoes.economia.uol.com.br/acao/cotacoes-historicas.html?codigo=GOLL4.SA&beginDay=1&beginMonth=1&beginYear=2011&endDay=31&endMonth=12&endYear=2011>>. Acesso em: 16. Ago. 2013



CITAÇÕES Históricas. Cotações. Economia. (2013): 2 págs. Disponível em: <<http://cotacoes.economia.uol.com.br/acao/cotacoes-historicas.html?codigo=GOLL4.SA&beginDay=1&beginMonth=1&beginYear=2012&endDay=31&endMonth=12&endYear=2012>>. Acesso em: 16. Ago. 2013.

FINANCIAL dictionary. *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Amortization and Restructuring or Rent Costs (Ebitdar)*. **Investinganswer.** (s/a): 11 par. Disponível em: <<http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/financial-statement-analysis/earnings-interest-tax-depreciation-amortization-a-0>>. Acesso em: 01. Ago. 2013.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 5 ed. São Paulo: Atlas, 2010. p. 65-67.

IUDÍCIBUS, S. **Análise de Balanços.** 8 ed. São Paulo: Atlas, 2007. p.232-235.

MEMÓRIA Gol. **VoeGol.** 2001 – 2013. 23 págs. Disponível em: <<http://www.voegol.com.br/pt-br/a-gol/memoria-gol/paginas/default.aspx>>. Acesso em: 23. Out. 2013.

MERKEL, Steven. *What's the difference between Ebitda, Ebitdar and Ebitdarm?..* **Investopedia.** (2009): 5 par. Disponível em: <<http://www.investopedia.com/ask/answers/09/ebitda-ebitdar-ebitdarm.asp>>. Acesso em: 01. Ago. 2013.

RELAÇÃO com investidores. **Voegol.** (2013): 1 pág. Disponível em: <<http://www.voegol.com.br/pt-br/investidores/paginas/default.aspx>>. Acesso em: 12. Jun. 2013.

SANTANA, L., LIMA, F. G. **Ebitda: Uma análise de Correlação com os Retornos Totais aos Acionistas no Mercado de Capitais Brasileiro.** Produção Científica. 15 págs. Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças.

SÁ, N. V. de A, et.al. **Diretrizes para Elaboração de Trabalhos Acadêmicos.** 2012: 90p. Faculdade de Administração e Ciências Contábeis de São Roque.

SEMINÁRIO de gestão na Unifor. **Diáriodonordeste.** (2013): 12 par. Disponível em: <<http://diariodonordeste.globo.com/materia.asp?codigo=1295359>>. Acesso em: 01. Ago. 2013.

VASCONCELOS, Yumara Lúcia. Ebitda: como instrumento de avaliação de empresas, **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, ano XXXI, n. 136, p. 39-47, jul./ago. 2002.

YOKOI, Yuki. Ebitda padronizado pela CVM é introduzido nos balanços. **Assembleiaonline.** (2013): 4 par. Disponível em: <<https://www.assembleiaonline.com.br/wfNoticiaVisualiza.aspx?Noticia=170237>>. Acesso em: 16. Ago. 2013.

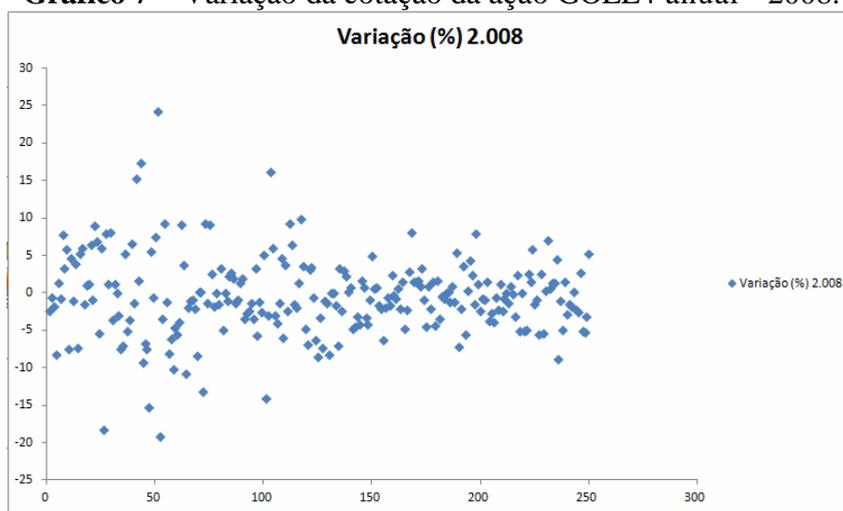
Apêndices

Apêndice A – Gráficos da Variação da cotação da ação GOLL4.....32

Apêndice B – Demonstrações dos Resultados do Ebitda e Ebitdar.....34

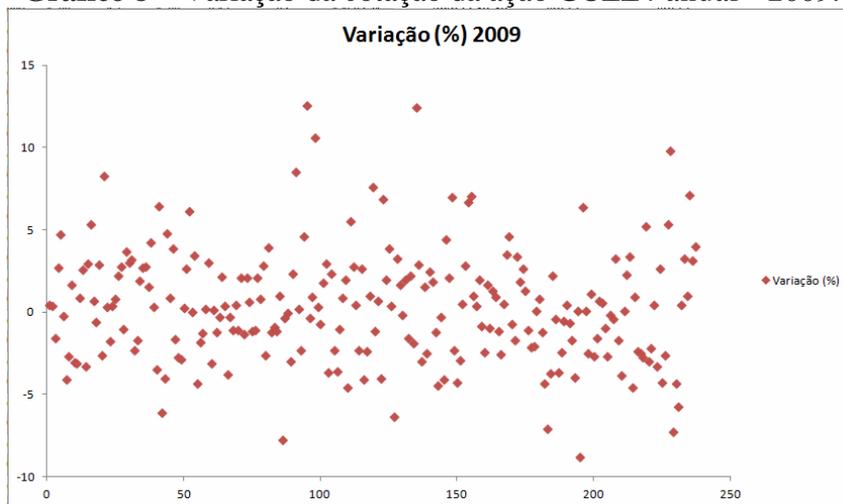
Apêndice A – Gráficos da Variação da cotação da ação GOLL4

Gráfico 7 – Variação da cotação da ação GOLL4 anual – 2008.



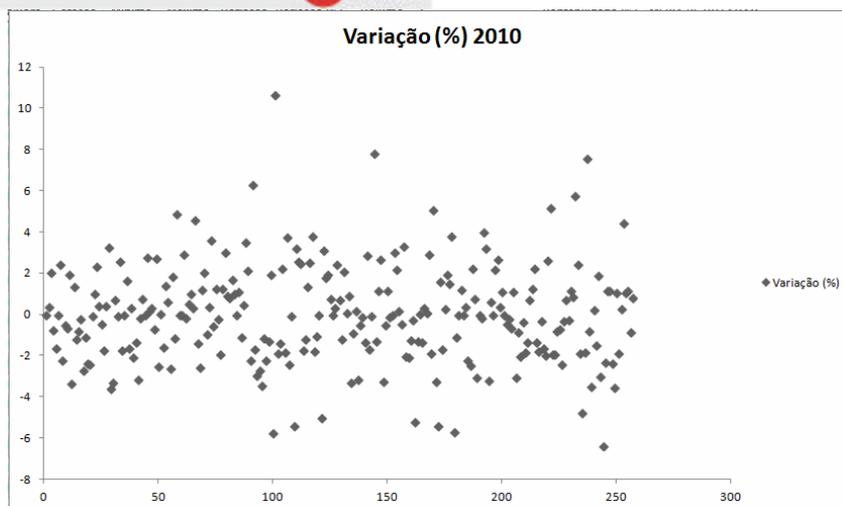
FONTE: Autora.

Gráfico 8 – Variação da cotação da ação GOLL4 anual – 2009.



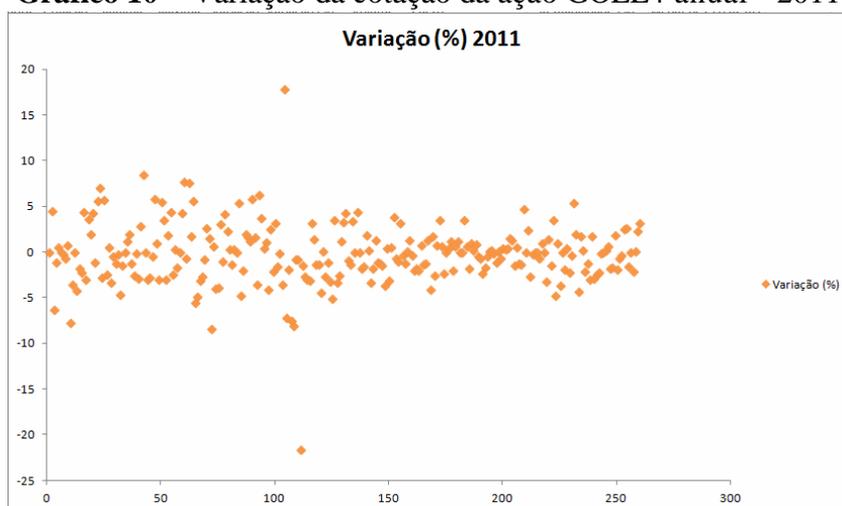
FONTE: Autora.

Gráfico 9 – Variação da cotação da ação GOLL4 anual – 2010.



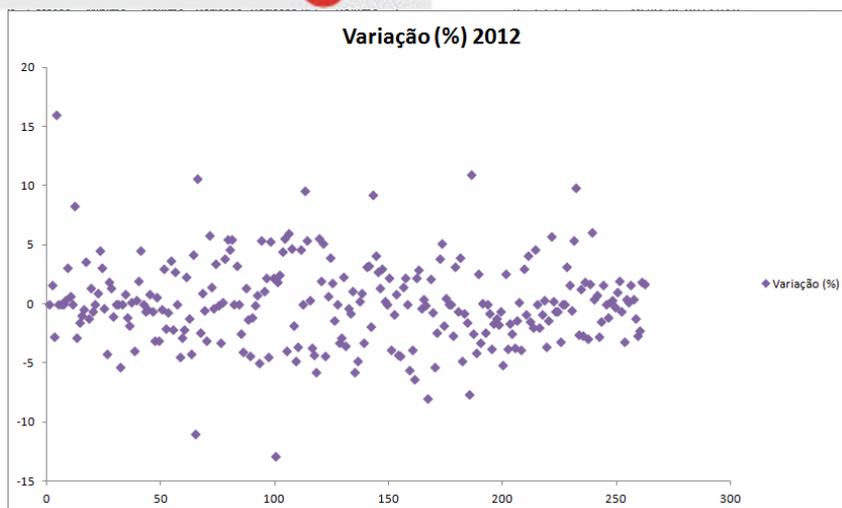
FONTE: Autora.

Gráfico 10 – Variação da cotação da ação GOLL4 anual – 2011.



FONTE: Autora.

Gráfico 11 – Variação da cotação da ação GOLL4 anual – 2012.



FONTE: Autora.

Apêndice B – Demonstrações dos Cálculos do Ebitda e Ebitdar.

Tabela 6 – Cálculo do Ebitda e Ebitdar.

Cálculo do Ebitda						
Lucro (prejuízo) líquido	272.261	(1.386.976)	890.832	214.197	(751.538)	(1.512.915)
Imposto de renda	78.800	(193.626)	134.696	(172.299)	248.880	71.907
Juros sobre empréstimos	(143.739)	(240.407)	(275.466)	(297.256)	(834.541)	(764.852)
Receita Financeira	293.333	78.349	10.423	44.330	477.524	370.214
Variações monetárias e cambiais	165.230	(757.526)	708.240	46.549	(398.897)	(284.571)
Resultado líquido de derivativos	0	0	(80.332)	(117.022)	0	0
Outras despesas, líquidas	(123.806)	(185.118)	(20.021)	12.100	0	0
Depreciação	(63.548)	(125.127)	(142.853)	(281.604)	(395.807)	(519.631)
EBITDA	65.991	36.479	556.145	979.399	151.303	(385.982)
Arrendamento de Aeronaves	(525.785)	(645.089)	(650.683)	(555.662)	(505.058)	(644.031)
EBITDAR	591.776	681.568	1.206.828	1.535.061	656.361	258.049

FONTE: Autora.

Anexos

Anexo 1 – Instrução CVM nº 527/12.....	36
Anexo 2 – Nota Explicativa à Instrução CVM nº 527/12.....	39

Anexo 1 – Instrução CVM nº 527/12.



CVM Comissão de Valores Mobiliários



INSTRUÇÃO CVM Nº 527, DE 04 DE OUTUBRO DE 2012.

Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR.

A PRESIDENTE INTERINA DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM torna público que o Colegiado, em reunião realizada em 02 de outubro de 2012, com fundamento no inciso I, do parágrafo único do art. 22 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976,

RESOLVEU:

Art. 1º Esta Instrução rege a divulgação voluntária pelas companhias abertas de informações denominadas LAJIDA (*EBITDA*) – Lucro Antes dos Juros, Impostos sobre Renda incluindo Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, Depreciação e Amortização e LAJIR (*EBIT*) – Lucro Antes dos Juros e Impostos sobre a Renda incluindo Contribuição Social sobre o Lucro Líquido.

Art. 2º O cálculo do LAJIDA e do LAJIR deve ter como base os números apresentados nas demonstrações contábeis de propósito geral previstas no Pronunciamento Técnico CPC 26 – Apresentação das Demonstrações Contábeis.

§ 1º Não podem compor o cálculo do LAJIDA e do LAJIR divulgados ao mercado, valores que não constem das demonstrações contábeis referidas no **caput**, em especial da demonstração do resultado do exercício.

§ 2º A divulgação do cálculo do LAJIDA e do LAJIR deve ser acompanhada da conciliação dos valores constantes das demonstrações contábeis referidas no **caput**.

Art. 3º O cálculo do LAJIDA e do LAJIR não pode excluir quaisquer itens não recorrentes, não operacionais ou de operações descontinuadas e será obtido da seguinte forma:

I – LAJIDA - resultado líquido do período, acrescido dos tributos sobre o lucro, das despesas financeiras líquidas das receitas financeiras e das depreciações, amortizações e exaustões;



II – LAJIR – resultado líquido do período, acrescido dos tributos sobre o lucro e das despesas financeiras líquidas das receitas financeiras.

Art. 4º A companhia pode optar por divulgar os valores do LAJIDA e do LAJIR excluindo os resultados líquidos vinculados às operações descontinuadas, como especificado no Pronunciamento Técnico CPC 31 – Ativo Não Circulante Mantido para Venda e Operação Descontinuada, e ajustado por outros itens que contribuam para a informação sobre o potencial de geração bruta de caixa.

§ 1º Os valores referidos no **caput** devem ser divulgados em conjunto com os valores calculados de acordo com o art. 3º desta Instrução.

§ 2º Os outros itens referidos no **caput** somente podem ser usados para ajuste quando constarem dos registros contábeis que serviram de base para a elaboração das demonstrações contábeis do período.

§ 3º A divulgação dos valores referidos no **caput** deve ser acompanhada da descrição de sua natureza, bem como da forma de cálculo e da respectiva justificativa para a inclusão do ajuste.

Art. 5º A divulgação prevista no art. 4º desta Instrução deve ser sempre identificada pelo termo “ajustado”.

Art. 6º Os administradores da companhia devem dispensar à divulgação das informações de natureza não contábil tratadas nesta Instrução o mesmo tratamento dado à divulgação das informações contábeis.

Art. 7º Toda a divulgação relativa ao LAJIDA ou LAJIR deve ser feita de forma consistente e comparável com a apresentação de períodos anteriores e, em caso de mudança, deve ser apresentada justificativa, bem como a descrição completa da mudança introduzida.

Art. 8º A divulgação dos valores do LAJIDA ou do LAJIR deve ser feita fora do conjunto completo de demonstrações contábeis previsto no pronunciamento Técnico CPC 26 – Apresentação das Demonstrações Contábeis.



Art. 9º A divulgação do cálculo do LAJIDA ou do LAJIR, conforme previstos nos arts. 3º e 4º desta Instrução, devem ser objeto de verificação por parte do auditor independente da companhia nos termos da norma NBC TA 720 emitida pelo Conselho Federal de Contabilidade.

Art. 10 Esta instrução entra em vigor na data de sua publicação, produzindo efeitos nas divulgações relativas ao LAJIDA e ao LAJIR efetuadas a partir de 1º de janeiro de 2013.

Original assinado por

LUCIANA PIRES DIAS

Presidente Interina

Anexo 2 – Nota Explicativa à Instrução CVM nº 527/12.



CVM Comissão de Valores Mobiliários



NOTA EXPLICATIVA À INSTRUÇÃO CVM Nº 527, DE 04 DE OUTUBRO DE 2012.

Ref: Instrução CVM nº 527, de 04 de outubro de 2012, que dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR.

I – INTRODUÇÃO

A frequente divulgação de informações e medições pelas companhias abertas com base em dados contábeis ajustados e em dados não contábeis suscita cuidados que devem ser observados pelos administradores das companhias abertas, com vistas a preservar a qualidade das informações que são dirigidas aos investidores.

As medições e informações não contábeis compreendem todas as informações que não sejam uma representação estruturada da informação contábil prevista nos Pronunciamentos emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC e aprovados pela Comissão de Valores Mobiliários, mas que competem com os mesmos propósitos das chamadas demonstrações contábeis de propósito geral, nos termos do item 9 do Pronunciamento Técnico CPC nº 26 – Apresentação das Demonstrações Contábeis.

A relevância desse tema é evidente, pois essas informações influenciam as decisões econômicas dos usuários, acrescentando elementos não previstos na estrutura usual das demonstrações financeiras baseadas em regulação própria e auditadas por auditores independentes.

Um exemplo dessas informações é a relativa ao lucro antes dos juros, imposto de renda, depreciação e amortização – LAJIDA (*EBITDA – earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) e ao lucro antes dos juros e imposto de renda – LAJIR (*EBIT – earnings before interest and tax*). A menção a esses conceitos pode ocorrer nos comentários dos diretores no formulário de referência (instrução CVM nº 480/09), no relatório da administração, em prospectos, *press releases*, comunicados ou outros documentos públicos.



A divulgação dessas informações não contábeis, para que seja preservada a qualidade da informação dirigida ao público, deve merecer o mesmo tratamento e cuidado despendidos às informações contábeis. Nesse sentido, observou-se que a informação do LAJIDA e do LAJIR está sendo elaborada e divulgada de forma muito particular pelas companhias abertas e de forma divergente entre elas.

Essa situação pode tornar difícil a compreensão tanto da formação do número apresentado quanto da sua integração ou conciliação com os outros números da demonstração do resultado. Em muitos casos, é relevante observar que os números informados não são comparáveis com as informações prestadas por outras companhias abertas.

Dessa forma, a preocupação da CVM, que motivou a elaboração da Instrução CVM nº 527/12, pautou-se na compreensibilidade e comparabilidade do indicador divulgado ao mercado, cujos principais comandos pretende-se esmiuçar nesta nota explicativa, para a sua melhor compreensão e aplicação.

II - LAJIDA E LAJIR

Caso se pretenda refletir a visão da administração sobre o potencial de geração bruta de caixa pela companhia, ou pelo menos uma aproximação dessa geração, os ajustes feitos ao LAJIDA devem estabelecer uma relação com as medições previstas nas normas contábeis, assim como a própria demonstração dos fluxos de caixa, pelo método direto, também estabelece.

Com isso, a primeira conclusão é a de que não devem entrar na composição do LAJIDA ou do LAJIR valores que não constem das demonstrações contábeis, no caso, da demonstração do resultado.

Costumam ser introduzidos, extrapolando o próprio conteúdo do título dado a esses indicadores, ajustes que não são relativos apenas aos juros, aos tributos sobre o lucro, às depreciações, amortizações e exaustões. Alguns desses ajustes dizem respeito a itens não



recorrentes, com o objetivo de procurar mostrar o potencial de geração bruta recorrente de caixa por parte dos ativos não financeiros.

Inicialmente, o mais relevante é que o título dado ao indicador não exclui, por si só, quaisquer itens não recorrentes, não operacionais e de operações descontinuadas. Assim, infere-se que o primeiro e mais simples conceito de Lajida diz respeito ao montante dado pela adição, ao resultado líquido do período, tão somente dos tributos sobre o lucro, das despesas financeiras líquidas das receitas financeiras e das depreciações, amortizações e exaustões. Convém relembrar que os conceitos de depreciação, amortização e exaustão aqui mencionados referem-se aos itens não monetários classificados no ativo não circulante, nos grupos de investimento (propriedades para investimentos), imobilizado e intangível. Dentro dessa linha, o conceito do LAJIR corresponde ao do LAJIDA diminuído das depreciações, amortizações e exaustões.

Todavia, a literatura de fato se refere, muitas vezes, à figura do potencial de geração bruta de recursos com ajuste de alguns itens que a administração entende não contribuir para essa geração bruta de recursos. É importante garantir que esses ajustes não tornem o indicador não compreensível e comparável entre as companhias que o divulgam.

III - LAJIDA E LAJIR ajustados

É importante lembrar que a legislação brasileira não mais segrega, desde 2008, a partir da Lei nº 11.941/08, os anteriormente denominados “resultados não operacionais”, apenas se referindo a “outras receitas” e “outras despesas”, deixando essa caracterização por conta de normas contábeis específicas.

Com a aprovação do Pronunciamento Técnico CPC 26 – Apresentação das Demonstrações Contábeis, tem-se a seguinte estruturação mínima da demonstração do resultado:

“82. A demonstração do resultado do período deve, no mínimo, incluir as seguintes rubricas, obedecidas também as determinações legais:



- (a) receitas;
- (b) custo dos produtos, das mercadorias ou dos serviços vendidos;
- (c) lucro bruto;
- (d) despesas com vendas, gerais, administrativas e outras despesas e receitas operacionais;
- (e) parcela dos resultados de empresas investidas reconhecida por meio do método de equivalência patrimonial;
- (f) resultado antes das receitas e despesas financeiras;
- (g) despesas e receitas financeiras;
- (h) resultado antes dos tributos sobre o lucro;
- (i) despesa com tributos sobre o lucro;
- (j) resultado líquido das operações continuadas;
- (k) valor líquido dos seguintes itens:
 - (i) resultado líquido após tributos das operações descontinuadas;
 - (ii) resultado após os tributos decorrente da mensuração ao valor justo menos despesas de venda ou na baixa dos ativos ou do grupo de ativos à disposição para venda que constituem a unidade operacional descontinuada;
- (l) resultado líquido do período.”

Note-se que essa estrutura, onde as únicas receitas e despesas deixadas à parte dizem respeito ao contido na letra (k), abrangendo o resultado líquido (inclusive dos tributos) das operações descontinuadas, evidencia na estruturação da demonstração do resultado, uma informação relevante quanto ao resultado decorrente das atividades continuadas e aqueles oriundos das operações descontinuadas. Essa identificação é fundamental para a avaliação atual e futura do desempenho da entidade.

É importante ressaltar que o Pronunciamento Conceitual Básico do CPC que dispõe sobre a Estrutura Conceitual e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro destaca esse poder preditivo da demonstração do resultado quando trata do desempenho financeiro refletido pelo regime de competência (*accruals*):



OB18. Informações sobre a *performance* financeira da entidade que reporta a informação durante um período que são reflexos de mudanças em seus recursos econômicos e reivindicações, e não da obtenção adicional de recursos diretamente de investidores e credores (ver item OB21), **são úteis para avaliar a capacidade passada e futura da entidade na geração de fluxos de caixa líquidos**. Essas informações servem de indicativos da extensão em que a entidade que reporta a informação tenha aumentado seus recursos econômicos disponíveis, e dessa forma sua capacidade de gerar fluxos de caixa líquidos por meio de suas operações e não pela obtenção de recursos adicionais diretamente de investidores e credores. (**grifamos**)

Entretanto, é prática comum no mercado de capitais a divulgação, pelas companhias abertas, de um indicador que contempla ajustes adicionais ao resultado do período a fim de gerar informação quanto ao seu potencial de geração bruta futura de caixa. Esses ajustes, agregados àqueles previstos no item II acima, resultam na determinação do LAJIDA/LAJIR Ajustado e são provenientes do julgamento da administração quanto a sua representatividade na determinação do potencial de geração bruta futura de caixa específico da entidade.

Assim, sendo esses ajustes decorrentes do julgamento da administração quanto aos seus efeitos na determinação do potencial de geração bruta de caixa da entidade, nada mais relevante do que a divulgação das premissas consideradas em seu julgamento quando da elaboração do LAJIDA/LAJIR Ajustado. Adicionalmente deve ser descrita a motivação e a natureza dos ajustes efetuados, bem como uma conciliação entre o resultado do período e o LAJIDA/LAJIR Ajustado, tudo em prol da adequada compreensão do indicador e sua comparabilidade com aqueles provenientes dos demais pares, setoriais ou não.

IV - DIVULGAÇÕES PERMITIDAS E RESTRIÇÕES

À vista do contido até este ponto, verifica-se que a companhia pode divulgar um valor para o LAJIDA e um para o LAJIR do período e também o relativo ao LAJIDA ou LAJIR Ajustado do período.



Assim, a companhia pode divulgar exclusivamente o conceito de LAJIDA ou de LAJIR previsto no item II, ou o conceito de LAJIDA/LAJIR Ajustado, previsto no item III, desde que esse último seja apresentado em conjunto com o primeiro. Neste último caso, precisa ser dada completa divulgação da motivação, natureza e dos valores dos ajustes introduzidos, bem como sua conciliação com o LAJIDA/LAJIR previsto no item II e o resultado do período, sem que, em nenhuma hipótese, sejam comprometidos os conceitos dessas medições (LAJIR E LAJIDA) ou das determinações da Instrução CVM nº 527/12 devidamente esclarecidas nesta nota explicativa.

Ademais, toda a divulgação relativa ao LAJIDA ou LAJIR deve ser feita de forma consistente e comparável com a apresentação de períodos anteriores e, em caso de mudança, deve ser apresentada a justificativa, bem como a descrição completa da mudança introduzida.

A divulgação dos valores de LAJIDA ou LAJIR deve, ainda, ser feita fora do conjunto completo de demonstrações contábeis previsto nos itens 10 a 14 do Pronunciamento Técnico CPC 26 – Apresentação das Demonstrações Contábeis, de forma que essas medições não concorram com as informações de natureza exclusivamente contábil ali apresentadas.

V – AUDITORIA

Embora o LAJIR e o LAJIDA não integrem o conjunto completo de Demonstrações Contábeis constante de Pronunciamento Técnico CPC 26 – Apresentação das Demonstrações Contábeis, ele deve ser submetido ao trabalho de verificação por parte do auditor independente.

Essa verificação objetiva propiciar uma adequada segurança quanto a origem dos valores e sua fidedignidade, fatores estes imprescindíveis para a confiabilidade de quaisquer informações divulgadas ao mercado.

Considerando que todos os ajustes efetuados no cálculo do LAJIR e LAJIDA têm origem nos registros contábeis da companhia e que esses foram objeto de asseguarção por parte do auditor independente, não há razão para que o indicador não seja identificado como



verificado, nos termos da norma NBC TA 720 (Responsabilidade do auditor em relação a outras informações incluídas em documentos que contenham demonstrações contábeis auditadas) emitida pelo Conselho Federal de Contabilidade.

Dessa forma, compete ao auditor independente verificar somente se o montante do ajuste é originado dos registros contábeis da companhia, não sendo necessária a validação do julgamento da administração quanto aos ajustes incluídos no cálculo dos indicadores LAJIDA/LAJIR.

VI - VIGÊNCIA E ALCANCE

A Instrução CVM nº 527/12 deve ser aplicada às informações relativas ao LAJIDA e ao LAJIR divulgadas a partir de 01.01.2013, o que inclui as divulgações sobre esses indicadores feitas nas demonstrações encerradas em 31 de dezembro de 2012, devidamente suportados por trabalho de verificação dos auditores conforme determinado nessa Instrução.

Original assinado por

LUCIANA PIRES DIAS

Presidente Interina