

O LUCRO LÍQUIDO, SIM, PASSA BEM, E ESTÁ MUITO VIVO. E O EBITDA? E O FLUXO DE CAIXA?

Eliseu Martins

Professor Emérito da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP) e da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FEA-RP/USP). Doutor *Honoris Causa* pela Fecap. Instituidor da Fipecafi.

Artigo recebido em 01.04.2026 e aprovado em 12.04.2026.

SUMÁRIO: 1 Introdução 2 O EBITDA é mesmo o que se fala que ele é? 2.1 É caixa? 2.2 EBITDA é bom porque não inclui as despesas financeiras! 2.3 É ótimo porque não tem imposto de renda! 2.4 Ah, agora sim, é maravilhoso porque não considera esse bicho esquisito chamado "depreciação"!!! 2.5 Outras críticas. Que maldade! Tão bom para *valuation*... 3 E por que o EBITDA está sempre acompanhado no *valuation*? 4 Voltando a alguns pontos e vendo outros 4.1 Os encargos financeiros 4.2 Os aluguéis 4.3 Volatilidade vs. constância 5 Mas há, sim, muita utilidade no uso do EBITDA 5.1 EBITDA *versus* custo da dívida 5.2 EBITDA *versus* dívida ou dívida líquida 5.3 Outras comparações com o EBITDA que fazem sentido 6 E os efetivos fluxos de caixa? 6.1 Fluxos de caixa das atividades operacionais 6.2 Fluxos de caixa das atividades de investimento 7 E os métodos de elaboração de demonstração dos fluxos de caixa? 8 E o fluxo de caixa livre? Melhor que o EBITDA? Pior? 8.1 Fluxo de caixa livre é caixa ou é potencial de caixa? 9 Concluindo 10 Referências.

RESUMO: Este artigo discute o papel do EBITDA e de outros indicadores financeiros na análise de empresas, ressaltando que cada métrica possui limitações e não deve ser utilizada isoladamente. Destaca a importância de compreender a essência de cada indicador e de evitar generalizações, especialmente no processo de avaliação empresarial, em que o uso excessivo do EBITDA pode induzir a decisões equivocadas. O texto incentiva uma abordagem criteriosa e multifacetada na análise financeira, valorizando o conhecimento sobre o significado e a utilidade de cada ferramenta.

PALAVRAS-CHAVE: EBITDA. Fluxo de caixa. Resultado líquido. Avaliação de empresas. Indicadores financeiros.

NET PROFIT, YES, IS DOING WELL AND IS VERY MUCH ALIVE. BUT WHAT ABOUT EBITDA? AND CASH FLOW?

CONTENTS: 1 Introduction 2 Is EBITDA really what it's made out to be? 2.1 Is it cash? 2.2 EBITDA is good because it doesn't include financial expenses! 2.3 It's great because it doesn't have income tax! 2.4 Ah, now that's wonderful because it doesn't consider that strange thing called "depreciation"!!! 2.5 Other criticisms. How mean! So good for valuation... 3 And why is EBITDA always included in valuation? 4 Going back to some points and looking at others 4.1 Financial charges 4.2 Rents 4.3 Volatility vs. constancy 5 But there is, indeed, a lot of utility in using EBITDA 5.1 EBITDA versus cost of debt 5.2 EBITDA versus debt or net debt 5.3 Other comparisons with EBITDA that make sense 6 And the actual cash flows? 6.1 Cash flows from operating activities 6.2 Cash flows from investing activities 7 And the methods for preparing cash flow statements? 8 And free cash flow? Better than EBITDA? Worse? 8.1 Is free cash flow cash or cash potential? 9 In conclusion 10 References.

ABSTRACT: This article discusses the role of EBITDA and other financial indicators in company analysis, emphasizing that each metric has limitations and should not be used in isolation. It highlights the importance of understanding the essence of each indicator and avoiding generalizations, especially in the business valuation process, where excessive use of EBITDA can lead to misguided decisions. The text encourages a thorough and multifaceted approach to financial analysis, valuing knowledge about the meaning and usefulness of each tool.

KEYWORDS: EBITDA. Cash flow. Net income. Company valuation. Financial indicators.

1 INTRODUÇÃO

Nosso amigo Nelson Niero, grande jornalista e bom em contabilidade, escreveu no jornal **Valor Econômico**¹ dizendo que o lucro líquido morreu, mas passa bem. E argumentou que o mercado quer saber é do EBITDA (lucro antes dos juros, dos tributos sobre o lucro e das depreciações e amortizações), muito mais perto do caixa operacional gerado pela empresa. E reclamou da volatilidade do lucro líquido frente, por exemplo, às variações cambiais que fazem dívidas e recebíveis em moeda estrangeira oscilarem às vezes violentamente e produzirem efeitos substantivos sobre o lucro líquido. Mas essa oscilação cambial não afeta o EBITDA, porque tais variações são desconsideradas para o cálculo dessa métrica; logo, o EBITDA seria mais preciso, menos volátil.

Escrevi no mesmo dia um material em resposta, que acabou publicado no **Valor Investe**². E meu colega da FEA/USP, Alexandre Evaristo (conhecem? querem apresentação?...), teve a ideia de me pedir uma expansão desse material para esta divulgação. Vamos a ela.

-
1. NIERO, Nelson. O lucro líquido morreu, mas passa bem. **Valor Econômico**, 12 mar. 2026, p. A2.
 2. MARTINS, Eliseu. O lucro líquido, sim, passa bem, e está muito vivo. **Valor Investe**, 25 mar. 2026.

2 O EBITDA É MESMO O QUE SE FALA QUE ELE É?

Bem, que o EBITDA vem sendo endeusado, isso é verdade. Até empresas que detestam e não usam gerencialmente o EBITDA o divulgam, dada a insistência de investidores. E parece que a maioria dos investidores realmente acredita nele piamente, ou pelo menos muito mais do que no lucro líquido. Acho uma lástima essa generalização da veneração a tal medida de desempenho. Na verdade, lamento enormemente o mau uso da figura do EBITDA. Dá a impressão de um grupo se beneficiando da, digamos, distração de outro.

2.1 É caixa?

O gozado é que se fala que o EBITDA é caixa e por isso foge de receitas e despesas alocadas contabilmente sem esse reflexo financeiro. Isso não é verdade. O EBITDA é extraído da Demonstração do Resultado, não da Demonstração dos Fluxos de Caixa. E na Demonstração do Resultado tudo é **competência**. O EBITDA, também é competência, não é caixa. Todas as receitas e despesas que o compõem já afetaram ou um dia afetarão o caixa; mas não concomitantemente em cada período com essas receitas e despesas (nas Normas Internacionais de Contabilidade – as IFRSs – só existe uma exceção de uma despesa que não vira caixa nunca: a de *stock option*, em algumas circunstâncias).

Repetimos: o EBITDA só vira caixa quando forem recebidas todas as receitas e pagas todas as despesas que o compõem. Ele é **potencial gerador de caixa**, e não caixa propriamente dito. Assim, para alguns segmentos econômicos, o EBITDA é bem próximo do caixa bruto gerado pelas operações no período em análise, e em outras não, tudo dependendo dos prazos de recebimento das receitas e de pagamento das despesas. Além disso, não representa **todos** os fluxos de caixa que afetam o desempenho da empresa. Dessa forma, a análise da importância do EBITDA e do lucro líquido precisa ser feita com muito cuidado, caso a caso.

2.2 EBITDA é bom porque não inclui as despesas financeiras!

Mas o pior, dizer que o EBITDA é bom porque não inclui as Despesas Financeiras me assusta. Ainda mais com essas *taxinhas* de juros no Brasil. Por isso alguns EBITDAs viram Prejuízo Contábil!!!! E dizer que é bom porque desconsidera efeitos não recorrentes na gestão empresarial é uma generalização também perigosa. Já viram quanta recuperação judicial com belos EBITDAs? Por curiosidade, o caso da Raízen, talvez a maior recuperação judicial do País: EBITDA 31.12.2024 (9 meses): R\$ 9,6 bi; Lucro Líquido: (-) 1,7 bi. Final de 2025 (9 meses): EBITDA 31.12.2025:

8,4 bi; Lucro Líquido: (-) 19,8 bi. Sensacional, não? Que EBITDAs maravilhosos!!!³ Mas que prejuízos nada maravilhosos!!!

Ou seja, dizer que duas empresas têm o mesmo desempenho porque têm o mesmo EBITDA pode ser perigoso, muito perigoso. Ambas podem até ter o mesmo endividamento, mas com taxas e variações cambiais ou monetárias totalmente diferentes. Igualá-las porque têm o mesmo EBITDA é um senhor erro. As duas apresentarão lucros completamente diferentes e também efetivos fluxos de caixa totalmente distintos!

2.3 É ótimo porque não tem imposto de renda!

O EBITDA desconsidera olímpicamente os efeitos dos tributos sobre o lucro, e estes variam, com frequência, em termos de taxa efetiva, exageradamente entre as empresas. Empresas com grandes lucros às vezes não têm despesa com esses tributos, até obtêm crédito fiscal (receita)! Empresas com grandes prejuízos às vezes ainda apresentam despesas de tributos sobre o lucro. Ou, em função da legislação, empresas simplesmente não apresentam nada na linha desses tributos, mas há grandes lucros ou prejuízos antes deles. E o EBITDA de todas elas desconsidera esse efeito dos tributos sobre o lucro, tão potencialmente diferente entre as empresas.

2.4 Ah, agora sim, é maravilhoso porque não considera esse bicho esquisito chamado “depreciação”!!!

Pensemos na seguinte comparação: uma geradora de energia elétrica tem um alto EBITDA e realmente, quando ele vira caixa, em grande parte sobra dinheiro mesmo, já que pode ser significativa a depreciação da barragem, e como não haverá reinvestimento nela, de fato trata-se de dinheiro disponível para outros fins (pagar dívida, distribuir dividendo, expandir a empresa etc.). Mas no caso de uma empresa cujo enorme imobilizado seja seu centro computacional, gerando proporcionalmente o mesmo EBITDA que o da geradora, haverá uma situação muito diferente: enorme parte desse caixa será obrigatoriamente reinvestida continuamente para manter a capacidade operacional da empresa. Logo, não sobra essa parte do EBITDA de jeito algum. São comparáveis esses dois EBITDAs dessas duas empresas?

3. Nesse caso, o encerramento do balanço é 31 de março, por isso só há 9 meses de 2024 para comparar com 2025; estou escrevendo em março/2026!

O EBITDA desconsidera as depreciações, os tributos sobre o lucro e os juros. São estes itens irrelevantes para a análise do desempenho e para as previsões a respeito do futuro da empresa?

2.5 Outras críticas. Que maldade! Tão bom para *valuation*...

E há muito mais críticas que se pode fazer a essa métrica e ao lucro líquido. Por isso, há que se ter grande profundidade na sua análise, e não uma utilização cega. Não queremos aqui afirmar que essa métrica afamada seja falsa, inválida, inútil. Pelo contrário, é uma grande arma de análise. Afinal, o EBITDA mostra o **potencial de lucro e caixa** que o ativo produz antes de se considerarem os efeitos sobre o caixa e sobre o lucro para pagamento das despesas de encargos financeiros, antes de considerar os tributos sobre esse mesmo lucro, antes de considerar o quanto do caixa precisa ser retirado do lucro porque não é lucro, e sim recuperação de parte do dinheiro investido nos ativos imobilizados e intangíveis (depreciações e amortizações). Logo, é uma ótima métrica para iniciar a análise, mas não faz sentido tomá-lo como base única para determinadas decisões. Principalmente para *valuation*.

Não há dúvida de que há muita utilidade na análise dessa medida de desempenho por mensurar o potencial **bruto** de geração de caixa dos ativos. Potencial bruto porque não considera, como dito, os reinvestimentos, os tributos sobre ele e as despesas financeiras. Mas é uma informação interessante. Tanto que é a base para o cálculo do fluxo de caixa livre da empresa, este sim muitíssimo mais rico em informação, porque considera os caixas desembolsados com investimentos em ativos fixos e em capital de giro, os tributos, e realmente mostra a capacidade do ativo de gerar caixa líquido para daí pagar dívidas e produzir lucro para os sócios.

Outra coisa fundamental: o EBITDA, como dissemos, é extraído da contabilidade, da demonstração do resultado, com todas as receitas e despesas por competência. E diz respeito ao resultado já realizado, já reconhecido. Não tem necessariamente capacidade de explicar os EBITDAs futuros! Se for para utilizar esse indicador para mensurar algo futuro (como no caso da avaliação de empresas), é um tanto quanto esquisito dar-se tanta ênfase a ele. Afinal, quando se avalia uma empresa pelo Fluxo de Caixa Descontado (FCD), olha-se o passado, mas projeta-se o futuro, ano a ano, mês a mês em certas circunstâncias, com praticamente todos os detalhes imagináveis que possam ocorrer. No caso do EBITDA, é um dado estático, de um determinado período. E, no máximo, costuma-se projetar o dito cujo para o próximo ano e já lhe aplicar um Multiplicador.

Você já leu Damodaran, Stephen Penman, Koller, Goedhart, Wessels, Alexandre Assaf Neto, Cabral e outros famosos especialistas em avaliação de empresas? Adoram o EBITDA, não? Incrível, todos alertam para os riscos, principalmente para uso no *valuation*.

3 E POR QUE O EBITDA ESTÁ SEMPRE ACOMPANHADO NO VALUATION?

Não estamos dizendo que o EBITDA seja um erro; absolutamente, é muito útil, só que não vem sendo utilizado corretamente. Seu uso diretamente para avaliação de empresas é potencialmente desastroso, que se tenta consertar com o Múltiplo utilizado. Aliás, poucos percebem que os mais sabidos calculam primeiro o valor da empresa com base no FCD, depois medem o EBITDA e dividem o valor da empresa pelo EBITDA para chegar ao **Múltiplo!** E coitado de quem só olha o EBITDA! Dois EBITDAs iguais podem ser acoplados com Múltiplos muito diferentes! Quem sabe disso começa realmente a saber das coisas...

O EBITDA tem de fato uma capacidade: a de mostrar esse lucro que é um potencial de caixa bruto gerado pelos ativos, mas daí a virar um deus para medir o valor das empresas, que loucura! E, de novo, pouco se percebe que sempre com ele vem o tal Múltiplo quando se quer esse *valuation*. E a pergunta: o EBITDA eu sei calcular, ver, mas o Múltiplo sai de onde? De quais bancos de dados se retira esse multiplicador? Já pensou nisso? Também como já disse, ele só pode nascer de algum outro estudo, de outra análise. E é isso que ocorre: primeiro se faz uma avaliação da empresa com base no Fluxo de Caixa Descontado e depois, calculado o valor do EBITDA, chega-se ao Múltiplo.

Logo, avaliar uma empresa pela utilização de EBITDA x Múltiplo é usar uma fórmula que pode ser válida para uma empresa se foi utilizada para medir o valor de outra? E se essas empresas são realmente muito parecidas? Mesmas estruturas de financiamento? Mesmas estruturas de custos fixos e variáveis para o caso de mudanças de patamares de produção? Sujeições aos mesmos riscos? Capacidades gerenciais semelhantes? Ah, se forem essas e outras perguntas respondidas afirmativamente, aí eu concordo em existir certa utilidade nessa métrica EBITDA x Múltiplo para esse caso, mas, é lógico, sujeito tudo a certos erros já que não haverá duas empresas iguais. Mas que é um método simplificado e rápido para uma ideia inicial nesse caso específico, isso realmente é.

Até digo que, nessas circunstâncias, é um método melhor do que o Múltiplo de Faturamento, também usado em determinados mercados, já que considera uma estrutura de custos e despesas mais completa do que só a primeira linha do resultado. Talvez mais acurada. Ou melhor do que avaliar instituição de ensino só

pela quantidade de alunos, ou qualquer outra métrica física possível. Mas, tomar esse cálculo como fundamento para decisões dessa natureza, só para quem não conhece os riscos e falácias envolvidos. Provavelmente, é melhor essa métrica também do que outros indicadores físicos, como volume de combustível vendido, quantidade de sacas de soja produzida etc.

Mas, voltando ao caso do Múltiplo, você tinha pensado nessa relação obrigatória intrínseca entre EBITDA e Múltiplo? E sobre onde nasce este último?

Será que é verdade que há meia dúzia de aproveitadores se beneficiando do talvez desconhecimento da maioria? E, como já dito, muitos gestores talvez adorem mostrar uma pilula de ouro que na verdade pode ser um pedregulho pintado de amarelo. Ainda mais que tantos endeusam o EBITDA. É claro que há muito a se melhorar na Contabilidade, e também nos elementos dos quais foge o cálculo do EBITDA, como enumerado pelo brilhante articulista Niero.

4 VOLTANDO A ALGUNS PONTOS E VENDENDO OUTROS

4.1 Os encargos financeiros

Por exemplo, ele critica, e bem, o problema dos encargos financeiros; afinal, as variações cambiais sobre recebíveis e pagáveis a longo prazo são um ponto relevante, concordo; há exercícios em que o câmbio liquida o resultado da empresa ao explodir, e de repente produz maravilhas nos exercícios seguintes por despencar. E, para o caso das dívidas a longo prazo nessas moedas, por exemplo, isso de fato produz tornados horríveis ou bonanças ilusórias, já que as normas contábeis exigem que o passivo esteja totalmente atualizado às condições da data do balanço, e isso é mesmo necessário, mas obrigam a considerar essas oscilações diretamente no resultado do exercício. E muitas vezes as diferenças entre esses fluxos de despesas e seus efetivos desembolsos muito se distanciam.

Não é à toa que o Prof. Natan Szuster há muito tempo debate e propõe solução alternativa⁴ com forte fundamento: por que, no caso das dívidas (e recebíveis) de longo prazo, não se registrar a oscilação cambial em Outros Resultados Abrangentes, no Patrimônio Líquido, e só transferi-la para o Resultado propriamente dito ao longo do tempo até o vencimento final? Seria uma forma de suavizar esses efeitos e evitar tais solavancos, assustadores

4. SZUSTER, Natan; SZUSTER, Fernanda. Tratamento contábil do câmbio flutuante no Brasil: uma proposta frente à grande volatilidade 2001/2002. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. 31, p. 109-118, 2003.

às vezes (lembra-se das máximas valorizações já ocorridas entre nós, inclusive essa a que se refere o Professor no seu artigo?).

É verdade, o EBITDA não padece desse mal, não considera as despesas e as receitas financeiras (estas alguns incluem em certos momentos), está infenso ao que o câmbio produz de solavancos nos recebíveis e nos pagáveis sujeitos a essa mutação. Mas, não seria muito pior desconsiderar essa oscilação?

4.2 Os aluguéis

O atual regime de reconhecimento dos encargos de simples aluguéis também merece uma revisão pela contabilidade. Nesse caso, a distorção é direta no EBITDA! Com as normas contábeis vigentes há meia dúzia de anos, as despesas de aluguéis desapareceram, e foram substituídas por amortização do ativo Direito de Uso e despesas financeiras do Passivo de Arrendamento. Ora, amortização e juros estão fora do EBITDA. Antes, como o aluguel era contabilizado como tal diretamente na despesa ou no custo do produto produzido, automaticamente consumia esse EBITDA. Ou seja, as normas contábeis alteram o valor do EBITDA sem que, de fato, os fluxos de caixa sejam alterados!

A contabilidade é a base inicial no caso do *valuation*, as projeções das demonstrações contábeis, tudo a sustentar a produção dos fluxos efetivamente financeiros previstos para o futuro. E no fim se têm os puros fluxos de caixa estimados para esse futuro. Mas o EBITDA vai eliminar as depreciações do direito de uso e as despesas financeiras do passivo de arrendamento e, por isso, elimina os aluguéis de seu cálculo. Para quem tem muita despesa dessa natureza, que beleza. A norma artificialmente aumentou o EBITDA! Ah, temos a solução: ajustar o Múltiplo!

Aliás, vocês já viram as demonstrações contábeis da RD Saúde, que, no Relatório da Administração, refazem o resultado e o cálculo do EBITDA eliminando esses efeitos das novas normas contábeis sobre os aluguéis? Ela se recusa a utilizar esse formato para efeito de análise própria, e afirma que lhe pedem essa informação. E sabem o quanto desses refazimentos ocorrem a pedidos dos analistas e investidores? (Estamos no aguardo de eventual reposicionamento do IASB (*International Accounting Standards Committee* – de onde vêm as normas contábeis que utilizamos no Brasil para as companhias abertas, sociedades de grande porte e alguns outros casos, sobre essa matéria; muitíssimo difícil, mas não custa ter esperança; só para o caso dos aluguéis...)). (Por isso, há a necessidade de participarmos mais do processo de normatização; ainda há muito a evoluir.)

Ou seja, essa norma contábil sobre arrendamentos e aluguéis (e assemelhados) pode fazer sentido para certas situações, como no caso dos genuínos arrendamentos financeiros, mas para aluguéis... No caso do lucro, as novas regras mudam os valores das despesas de aluguel de um lado e a soma das depreciações e despesas financeiras do outro em cada ano, mas no total acumulado, ambos os valores se igualam. Ou seja, no frígir dos ovos, o fluxo de caixa e o lucro novamente se encontram.

Mas, para o caso do EBITDA, trocar aluguéis por depreciação e despesa financeira altera eternamente seu valor.

Estamos a ruminar sobre os riscos da utilização do EBITDA mais especificamente para o caso de *valuation*, mas não só para isso. Estamos alertando para o seguinte: ele de fato tem um significado, e não é pequeno, e precisa ser considerado, mas não se pode acreditar na sua utilização tão cegamente para todos os fins, principalmente para as avaliações de empresas.

4.3 Volatilidade vs. constância

Um dos pontos levantados diz respeito à diferença entre as volatilidades do EBITDA e do lucro líquido. O que é verdade. Colegas contadores e usuários das informações contábeis, há também a necessidade de ensinarmos aos usuários o que nossos números representam. A Contabilidade segue a Economia e o Direito, e estes de estabilidade não têm nada. O mundo é dinâmico, incerto, sobe e desce com muita facilidade. A famosíssima instabilidade jurídica no Brasil provoca oscilações às vezes sensacionais no resultado, e conseqüentemente no caixa. A contabilidade é um modelo para evidenciar liquidez e medir rentabilidade de uma certa realidade. Se a realidade é amorfa, turva, movimenta-se exageradamente, não há como fotografá-la e filmá-la com absoluta clareza, nitidez e certeza.

Reconhecemos fortemente a necessidade de não se ficar restrito à linha final da demonstração do resultado. Há de fato que se desconsiderar, quando se olha para o futuro, a existência de altos e baixos extemporâneos, não recorrentes, tanto para efeito da procura do resultado líquido final mais utilizável para análise de desempenho e para projeções futuras como também para os reflexos no caixa. E também para o cálculo do EBITDA como mensuração do que ele realmente quer dizer (e não o significado que parece alguém lhe haver dado e grande parte do mercado nisso acreditar).

Ou seja, o fato de o EBITDA ter chances de ser mais estável, e o resultado líquido não, não pode ser tido como fator para utilizar só aquele e abandonar este. Na verdade, aquele pode estar realmente muito mais desfocado da realidade.

5 MAS HÁ, SIM, MUITA UTILIDADE NO USO DO EBITDA

Com certeza, alguém, a esta altura, já estará dizendo que sou inimigo figadal do EBITDA. Não é isso, sou extremamente preocupado com o mau uso dele. Porque há muita utilidade nessa métrica, quando bem utilizada. Vamos a alguns desses casos.

5.1 EBITDA *versus* custo da dívida

Cansamo-nos de falar que um dos problemas do EBITDA é não considerar explícita e expressamente os juros. Mas, para a análise da capacidade de geração de lucro e caixa para liquidação dos encargos financeiros, ele é excelente. Afinal, ele significa o lucro bruto que deverá virar caixa gerado **pelos ativos**. É claro que podemos ter vários EBITDAs se dividirmos os ativos em naturezas ou grupos diferentes. Podemos ter, principalmente se utilizarmos os dados bem apresentados na nota explicativa de Informações por Segmento das companhias abertas, EBITDA das operações da área de automóveis e da área de motos (supondo empresa que trabalhe com as duas áreas), EBITDA do setor varejo e do setor atacado (mesma suposição) etc. Ou, na pior das hipóteses, teremos um EBITDA sem inclusão dos resultados de equivalência patrimonial e outro das atividades comerciais próprias etc. etc. Podemos até criar o EBITDA gerado pelas aplicações financeiras. Somos livres para isso, desde que deixando bem claros o conceito e sua utilização.

Mas o importante aqui é transformarmos a crítica ao fato de ele não conter as despesas financeiras exatamente para compararmos ele, EBITDA, com as despesas financeiras dos empréstimos e financiamentos (incluindo todas as formas de títulos de dívida, como debêntures e outras). Dividindo o EBITDA por tais encargos, temos o número de vezes que existe de cada real potencial gerado para liquidação de cada real desses encargos financeiros apropriados ao período. (Lembre-se, é competência contra competência, não é entrada de caixa efetiva comparada com efetiva saída de caixa!) Esse indicador é realmente muito utilizado no mercado para ver essa capacidade de liquidez desses encargos. E é útil! Tem significado. Viva então o EBITDA/Despesas de Financiamento!

Aliás, a partir de 2027 será mais fácil essa análise, porque hoje muitas empresas juntam, na nota explicativa, encargos financeiros de naturezas diferentes e às vezes é difícil, se não impossível, medir os genuínos encargos que queremos nessa hora. Com o novo CPC 51 (IFRS 18), todos os encargos financeiros estarão num grupo único na Demonstração do Resultado (das Atividades de Financiamento), mas segregando-se aqueles que são derivados dos genuínos passivos

financeiros daqueles que advêm de ajustes a valor presente de contas operacionais, variações das provisões, atualizações de dívidas tributárias etc.

Um número, nesse cálculo, próximo de 1 indicará, obviamente, enorme dificuldade e às vezes até impossibilidade de liquidação normal dos encargos financeiros. Mas é importante lembrar que não se pagam só os encargos, paga-se o principal!

5.2 EBITDA versus dívida ou dívida líquida

A comparação do valor bruto potencial de caixa gerado pelos ativos com o total da Dívida Financeira, ou da Dívida Financeira Líquida, é também bastante rica em informação: qual a capacidade de o ativo gerar caixa (mesmo que parcialmente no futuro) para liquidação da dívida que provoca encargos financeiros.

E daí, deve continuar a boa análise, comparar o número que se tiver pelo EBITDA/Dívida com o prazo dessa dívida! A empresa pode estar com indicador igual a 0,5 nesse cálculo, mas a dívida ser com o BNDES para liquidação em 20 anos!!! Agora, se a dívida for de curto prazo... Logo, a análise pura do indicador, sem essa conexão com os prazos, pode produzir problemas.

E boas notas explicativas deverão estar dando ideia da progressividade dos vencimentos das dívidas financeiras de longo prazo. Basta, via de regra, uma pesquisa nessa nota.

Quando a empresa possui significativos Ativos Financeiros (recursos ociosos, não necessários à operação propriamente dita), costuma-se também calcular a Dívida Líquida e seguir os mesmos procedimentos. É bom.

Pode-se somar as despesas financeiras com o passivo financeiro para esse cálculo? É lógico que daí o significado despenca. Mas pode-se tomar o EBITDA, diminuir-lhe as despesas com o passivo financeiro e ver o que sobra para daí comparar com a Dívida ou a Dívida Líquida.

É talvez mais comum encontrar a análise dessa relação entre EBITDA e Dívida com a inversão de numerador e denominador: Dívida/EBITDA, para se ter a quantidade de anos (se for EBITDA anual, é claro) de geração desse potencial de dívida para liquidação da dívida. E daí aquela comparação, novamente, com o perfil da dívida em termos de vencimentos.

5.3 Outras comparações com o EBITDA que fazem sentido

Comparar EBITDA com vendas líquidas ou brutas, para se ter ideia de quantos por cento desses faturamentos se transformam em potencial bruto de geração de caixa, é indicador que faz sentido. Compará-lo com o Ativo Total também;

se for EBITDA de parte das operações, as comparações dos vários EBITDAs com os vários ativos que os produzem mostram essas diferentes capacidades das diferentes operações.

Comparar o EBITDA com o total de recursos necessários a investimentos em capital de uso (CAPEX) é igualmente um indicador que faz sentido. Comparar EBITDA com produção física pode ser interessante em algumas situações, como EBITDA por kg de matéria-prima processada, por toneladas de combustível vendido, por loja, por país, seja pelo indicador que se quiser. A análise de sua evolução dentro da firma poderá ser de grande utilidade no acompanhamento do seu desempenho.

Outros indicadores poderão e deverão ser utilizados, e bem utilizados, com o conceito de EBITDA. Compará-lo com a Necessidade de Capital de Giro pode até ser interessante. O que repetimos desde o início: para avaliação de empresas, é muito ruim e muito perigoso. A não ser naquelas situações bem específicas de comparação entre empresas de aproximadamente mesmo porte, mesma estrutura de custos, mesmos riscos, talvez mesma região geográfica etc.

6 E OS EFETIVOS FLUXOS DE CAIXA?

É importante lembrar que, no frígir dos ovos, no final, quem fecha com o caixa é o lucro ou prejuízo abrangente; ou o inverso. E não o EBITDA. O EBITDA, na verdade, cuida, de fato, provavelmente da parte mais importante na geração do caixa, que é o derivado das operações; não representa o caixa, mas sim o que se espera vá ser traduzido em caixa a partir das receitas e despesas operacionais vinculadas ao ativo. E o lucro vai muito além, incorpora os efeitos que já ocorreram ou vão ocorrer também com o que o passivo financeiro está a afetar a vida da empresa (lucro e caixa), com o que o caixa também será afetado pelos tributos sobre o lucro e com a identificação do caixa que é mera recuperação do investido em imobilizado e intangível no passado. São visões diferentes: uma mais restrita, outra mais abrangente, mas não se deve viver só com uma ou outra. Olhar só o EBITDA é olhar só uma parte do que de fato ocorre com a empresa, e isso, repetimos pela enésima vez, pode ser perigoso.

Nada substitui, no fim, com tanta melhoria ainda a poder ser implementada – e a evolução vem ocorrendo desde o seu início –, a utilidade da linha final do resultado líquido abrangente de um determinado período. Afinal, esse é o que efetivamente melhor representa o aumento ou a redução do patrimônio dos investidores. E o que representa essa mutação na forma de lucro ou prejuízo tem correlação total com o fluxo de caixa. A diferença é sempre temporal, mas

a coincidência precisa existir. Se lucro e caixa não fecharem ao longo do tempo, ou a contabilidade está errada ou o caixa desapareceu...

O resultado contábil final também não é um deus, não pode também ser tomado em termos absolutos, há que se fazer análises e ajustes conforme a finalidade da informação, tudo é aproximação. E o fundamental é o caminho de se procurar reduzir os erros dessas aproximações. Mas não há ainda como ser substituído totalmente.

Aliás, é claro que esse panorama que cerca a formação do lucro ou prejuízo líquido final é que leva todos nós à procura de outras ferramentas para certas finalidades. E uma delas é a Demonstração dos Fluxos de Caixa. Por que *Cash is King*, conforme tanto se fala há mais de um século, ou *Cash is Fact, Profit is Opinion*, também⁵ tão falado? É interessante como muitos acham que a leitura dessa demonstração retrata melhor o desempenho da empresa. E isso pode enganar também, e muito. Ela evidencia os fluxos fisicamente existentes de entrada e saída de caixa, mas isso não é absolutamente suficiente, por si só, para essa análise de desempenho. Ou pelo menos para dar uma visão completa desse desempenho.

O Fluxo de Caixa vai para uma visão bem mais ampla que a do EBITDA; este procura uma parte dos fluxos de caixa acontecidos e a acontecer no futuro, derivados de fatos ocorridos num certo período. E os Fluxos de Caixa mostram as movimentações efetivas ocorridas na tesouraria da empresa, só que independentemente das competências das entradas e saídas referentes a receitas e despesas. E dentro dos Fluxos de Caixa, o que nos interessa neste momento são aqueles vinculados às atividades operacionais geradoras de lucro, ou seja, aqueles que são materializações de receitas e despesas. Ou seja, ao comumente denominado "Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais". São igualmente relevantes os Fluxos de Caixa das Atividades de Financiamento, bem como os das Atividades de Investimento, mas comecemos pelas operacionais.

6.1 Fluxos de caixa das atividades operacionais

Vamos a alguns exemplos de como mesmo esse Fluxo também pode nos enganar se não tivermos muita atenção. Uma empresa, suponhamos, consegue dobrar de 30 para 60 dias o prazo de pagamento a fornecedores. O que ocorre no resultado se tudo o mais não se alterar? O resultado vai ficar praticamente inalterado, a não ser pela diferença no ajuste a valor presente de fornecedores,

5. Expressões tão antigas que não consegui localizar uma que, com certeza, fosse a primeira. A mais antiga da primeira que consegui é de 1890!

que deve ser muito pequeno. Mas o fluxo de caixa das operações tenderá a melhorar, e muito, logo após. Afinal, no mês seguinte ao da implantação do novo prazo, sobrar dinheiro, já que no extremo nenhum fornecedor será pago; mas a partir do mês seguinte, tudo voltará à normalidade. O fluxo de caixa mostra, nesse caso, melhor esse fluxo monetário do que o resultado? Sim, não há dúvida.

Mas essa mudança significa, na mesma proporção, uma melhora no desempenho em termos de rentabilidade? Claro que não, pelo menos não nessa proporção. E, nesse caso, também não haverá diferença material no EBITDA. Se alguém acreditar no segundo mês que agora passou a sobrar mais dinheiro, e poderá constatar isso no balanço, talvez não se aperceba do fato de que isso só afeta esse mês. Em compensação, se houver depois uma redução dos 60 para os 30 dias para esse prazo, o resultado e o EBITDA também não mostrarão nada de mudado significativamente, mas o fluxo de caixa poderá ficar desesperador, porque num mês haverá duplo pagamento de fornecedores! No movimento anual, poderá haver, no primeiro ano, pagamentos de 11 meses de compras, no segundo, 13. Informação importante para a gestão de caixa. Mas poderá, em termos de venda, de custo da mercadoria vendida, de lucro bruto, nada haver modificado significativamente. São informações antagônicas? Não, são complementares! Mas, nesse caso, lucro e EBITDA se dão as mãos (e fracassam um pouquinho em sua missão?) e não se alteram significativamente.

Ah, e preste muita atenção: o exemplo último mostra que aumentos em fluxos de caixa das atividades operacionais podem não significar mudança significativa de nível de atividade operacional da empresa (estão crescendo suas vendas, por exemplo), e sim ser reflexos de sazonalidades. E vice-versa.

Mas o mais importante: essas compras e vendas de mercadorias, e seus efetivos pagamentos e recebimentos, fazem com que as Demonstrações do Resultado possam produzir valores bem diferentes do valor dos Fluxos de Caixa das Atividades Operacionais, principalmente em períodos curtos (trimestres, meses, até semestres às vezes). Mas, no longo prazo, esses efeitos se anularão totalmente. Nesse caso de compras e vendas de mercadorias, ao final, o Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais estará batendo totalmente no acumulado com o Lucro Bruto na Demonstração do Resultado! As diferenças são temporais.

Ou seja, cada uma dessas demonstrações se propõe a algo diferente, às vezes muito diferente. Mas, no final, convergem totalmente.

6.2 Fluxos de caixa das atividades de investimento

Só que agora vamos a apenas mais uma consideração exemplificativa. Se num ano se investe muito em ativo imobilizado, o fluxo de caixa mostrará um

dreno enorme, mas o resultado em nada se alterará por causa dessa aquisição. E o EBITDA também não se alterará. Mas, no futuro, o resultado mostrará se o investimento estará trazendo resultado efetivo ou não. Pode até acontecer de sobrar caixa no futuro, mas poderá ocorrer de esse caixa não ser suficiente para recuperar o caixa investido lá atrás no imobilizado, ou seja, poderá o acréscimo de dinheiro ser inferior à depreciação. O fluxo de caixa poderá ser positivo, mas a verdade será melhor refletida pelo resultado negativo. Ou poderá ser incrementado e, além de recuperar o caixa investido, proporcionar extraordinária rentabilidade.

Mas há uma característica muito especial quando se fazem investimentos em imobilizados e intangíveis (principalmente). Vimos que, investimentos em estoques reduzem caixa, mas suas baixas, como regra, produzem incrementos pelo recebimento das vendas. Com relação aos ativos de uso, principalmente imobilizado e intangíveis, algo de muito diferente ocorre e é necessária muita atenção e muito cuidado na análise.

Por exemplo, a empresa adquire um imobilizado no início de um exercício e com ele produz mercadorias que são vendidas no próprio exercício. Suponhamos, para facilitar, que todos os demais custos que não depreciação sejam desembolsados e que as vendas sejam monetizadas todas dentro desse período. No Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais aparecerá a diferença entre as entradas e saídas dessas operações produtivas, e o saldo será melhor do que o resultado contábil, já que este computará a despesa de depreciação do imobilizado e diminuirá o lucro. E o EBITDA terá o mesmo comportamento que não o do lucro.

Mas o Fluxo de Caixa Total do período mostrará uma enorme saída, no grupo das Atividades de **Investimento**, com o pagamento pelo imobilizado (suponhamos à vista, também). E o que ocorrerá nos anos futuros? Nas Atividades Operacionais, constantemente mais caixa do que resultado, por conta da depreciação. No acumulado, o que ocorrerá? O Fluxo Total Acumulado das Atividades Operacionais incluirá todas as receitas e todas as despesas com efeito caixa e será um valor, no total – reforçamos –, menor do que os fluxos de lucro no Resultado. E o EBITDA também será maior que o lucro bruto. E a diferença será a depreciação que, no seu total, tomaremos como igual ao custo do imobilizado (sem valor residual).

Ou seja, **jamais** o Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais baterá com o Lucro Bruto nos interregnos e no total. (E, é claro, é assustador...) E o EBITDA também não. A diferença será a depreciação acumulada total, no caso igual ao caixa na aquisição do imobilizado, só que esse caixa dessa aquisição estará noutra grupo, no de Atividades de Investimento. Ou seja, a verdade de igualdade

entre lucro e caixa permanece, mas no total, não entre lucro e Caixa das Atividades Operacionais.

A mesmíssima coisa que com o EBITDA. Ele jamais considerará o custo de aquisição do imobilizado. Vemos assim que Lucro é uma coisa, Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais, outra, Fluxo de Caixa total, outra, e EBITDA, ainda outra. O de visão menor é o EBITDA; o caixa operacional é menos ruim, e o mais verdadeiro será o lucro. Mas cada um deles pode ser mais importante do que os outros conforme a nossa necessidade de informação.

Fundamental: cada um deles, EBITDA, Caixa das Atividades Operacionais e Lucro Bruto e Líquido se conversam, mas são diferentes e dizem coisas distintas. É preciso dominar essas diferenças para reduzir os riscos de erros de análises e decisões. Tomar qualquer um deles como a única verdade pode trazer enormes problemas.

Dezenas e dezenas de exemplos podemos construir para comparar a utilidade e a não utilidade da Demonstração do Resultado, dos Fluxos de Caixa, e do EBITDA. Agora, ao longo do tempo, o termômetro que vai indicar o sucesso e seu nível, ou o insucesso e seu nível, acabará sendo o Resultado.

7 É OS MÉTODOS DE ELABORAÇÃO DE DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA?

Sei que agora estou exacerbando e abusando da paciência de você, leitor(a). Mas não consigo resistir à tentação. Vamos falar sobre algo muitíssimo pouco discutido, mas muitíssimo relevante também?

Se a Demonstração dos Fluxos de Caixa interessa tanto (e eu concordo com isso), por que não brigamos para que ela seja apresentada aos usuários externos à entidade pelo **Método Direto**, em que todos poderão ver com clareza as diferenças, linha a linha, com o Resultado? (recebimento das vendas, pagamentos a fornecedores etc.) O **Método Indireto** tem algumas utilidades, como demonstrar, no exemplo lá atrás, o quanto aumentou ou o quanto diminuiu o saldo da conta de Fornecedores pela modificação no prazo de pagamento, a explicar a variação do fluxo de caixa. Mas as informações mais importantes aparecem no Modelo Direto. A administração jamais se guia pelo Indireto, só pelo Direto. O Indireto deveria servir só para conciliar lucro com caixa e deveria ser um **anexo** (e bem simplificado, não com tantas linhas e tanto espaço como hoje) do Fluxo pelo Método Direto. Aliás, como fez o extinto Mappin, em 1995, primeira empresa a publicar a Demonstração de Fluxos de Caixa no Brasil (espontaneamente). Aliás,

foi a primeira a também publicar, junto, a Demonstração do Valor Adicionado⁶. Mostrou o Fluxo de Caixa pelo Método Direto e depois, como anexo, mostrou o Indireto para conciliar o lucro com o caixa. Mas isso só se aclarará se for de fato mudada a forma de apresentação dos Fluxos de Caixa (em estudo no IASB).

No Brasil, que eu saiba, apenas a Agência Nacional de Saúde (ANS) exige o método Direto, mas em demonstrações específicas para ela, podendo, para fins de divulgação, ser apresentado o Indireto; mas algumas empresas realmente desse ramo apresentam pelo Direto. Exceção a aplaudir.

Ou seja, há muito ainda que evoluir, e concordamos totalmente com isso, tanto que o brilhante articulista Niero lembrou bem que, a partir de 2027, as Demonstrações do Resultado receberão uma grande melhoria na forma de sua apresentação, e daí quem sabe ficará mais clara a relação entre EBITDA e o lucro e, espero, se desfaçam muitas das crenças de hoje e surjam instrumentos de análise com mais acurácia. Afinal, a conciliação poderá ser entre o Lucro Operacional e o dito cujo EBITDA. Mas não acredito que vá clarear tanto esse clima nebuloso sobre esse indicador que existe hoje. E quem sabe um pouco depois tenhamos também uma grande melhoria na Demonstração dos Fluxos de Caixa...

8 E O FLUXO DE CAIXA LIVRE? MELHOR QUE O EBITDA? PIOR?

Como estamos discutindo tanto sobre EBITDA e Fluxo de Caixa, que tal inserirmos, como último ponto, a figura do Fluxo de Caixa Livre? Esse é outro conceito utilizado em Finanças, e absolutamente crucial para a avaliação de empresas quando se utiliza o melhor dos métodos, que é o Fluxo de Caixa Descontado. Aliás, quando se fala em FCD, que Fluxo de Caixa é esse? Ora, simplesmente a figura do Fluxo de Caixa Livre. E esse é aquele fluxo que, descontado à taxa adequada, define o valor econômico da empresa. Então vamos agora a esse Fluxo de Caixa Livre e aproveitemos para compará-lo ao EBITDA. Afinal, há muitos que comentam ou escrevem falando da primazia dele com relação ao EBITDA não só no caso do *valuation*.

8.1 Fluxo de caixa livre é caixa ou é potencial de caixa?

Esse é o primeiro ponto: Fluxo de Caixa Livre (FCL) é Fluxo de Caixa para valer, é caixa **meeesssmo!** Não é potencial de caixa, como o EBITDA. Essa é a primeira grande diferença. Como se chega a ele? Começa-se do próprio EBITDA! Ou seja,

6. Quem será que fez essa inovação? Ainda há cópias dessas demonstrações – ou parte delas – disponíveis...

o ponto de partida do FCL é o EBITDA; somam-se ao resultado líquido os tributos sobre o lucro, as despesas financeiras e as depreciações e amortizações, e eis o EBITDA. Mas é a partir desse momento que se têm as diferenças.

O primeiro passo agora é deduzir do EBITDA os tributos sobre o lucro que existiriam caso não existissem as Despesas Financeiras. Ou seja, caso se financiasse todo o ativo só com capital próprio, quanto seriam o IR e a CSLL? Afinal, o EBITDA nada mais é do que o lucro operacional gerado pelo ativo, e, se não existissem dívidas, esses tributos seriam maiores. Só atentar que o cálculo desses tributos não é diretamente sobre o valor do EBITDA, já que as depreciações e amortizações são dedutíveis. Dessa forma, pega-se o EBITDA, diminuem-se essas amortizações e depreciações e sobre esse montante calculam-se o IR e a CSLL. Ou, de maneira mais simples: calcula-se qual é o valor desses tributos economizado com as despesas financeiras; normalmente, 34% delas (a não ser que alguma despesa dessa natureza seja indedutível – caso raro, mas que pode existir). Soma-se esse tributo economizado com as despesas financeiras com o que está desses mesmos tributos no Resultado e tem-se o tributo a ser diminuído do EBITDA. Com isso, tem-se o Fluxo de Caixa Potencial Líquido de Tributos gerado pelos ativos. Mas não se para aí.

O passo seguinte é verificar: se falamos de Fluxo de Caixa **Livre**, é livre do quê? Só dos tributos? Não, é chamado de **Livre** porque dele são agora deduzidos dois grandes grupos de valores: primeiro, são deduzidos todos os recursos financeiros necessários a serem investidos no aumento (ou diminuição) do **Capital de Giro Operacional líquido**. Na verdade, os mesmos ajustes que se utilizam no Fluxo de Caixa pelo Método Indireto: variação nas contas de ativos e passivos operacionais; variações de Clientes, Estoques, Fornecedores, Contas a Pagar etc. (só as operacionais). Só que normalmente se apresenta a soma de todas essas variações numa só linha: Investimento em Capital de Giro. Com isso, chega-se ao Fluxo de Caixa Livre das Operações (caixa efetivo). (Não confundir com o Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais da Demonstração dos Fluxos de Caixa, que é um outro bicho diferente...)

Mas agora outro passo importante: desse montante diminuem-se ainda todos os caixas utilizados na aquisição dos ativos de uso, basicamente os imobilizados e os intangíveis (às vezes investimentos em outras empresas e outros). Assim, aqui são deduzidos todos os caixas aplicados, só que não necessariamente apenas nas reposições de ativos imobilizados, mas, também, quando de investimentos em ativos de expansão à capacidade já instalada.

E aí chegamos ao **Fluxo de Caixa Livre da Firma!** Por que "da Firma"? Apenas uma terminologia muito empregada (alguns falam "da Empresa") para medir

o fluxo de caixa líquido gerado pelos ativos da empresa, e líquido até dos investimentos efetuados nesse mesmo ativo, mas ainda sem considerar as despesas de financiamento. Na realidade, o Fluxo de Caixa da Firma, nessas alturas, está representando o quanto de caixa livre gerado pelo ativo sobra para pagar despesas financeiras, amortizar dívidas e o que sobra depois para os sócios. E atenção, e esse é um ponto também interessante: no Fluxo de Caixa da Firma, são descontados os caixas necessários não só à reposição de imobilizados e intangíveis, mas também os que são acrescentados em expansão da empresa! É sobra de caixa para valer! Mas não necessariamente mostrando efetivas variações de desempenho operacional!!!

E agora o próximo e último passo é deduzir do Fluxo de Caixa Livre da Firma as despesas financeiras pagas, mas líquidas dos tributos sobre o lucro que elas economizam, e também as amortizações de dívidas de financiamento, mas incorporando ainda as novas entradas de caixa por novos financiamentos obtidos. E daí se chega ao valor do **Fluxo de Caixa Livre dos Acionistas** (ou Sócios).

Esse Fluxo de Caixa Livre dos Acionistas é o montante que, quando projetado pelo resto da vida da entidade, trazido a valor presente pelo custo do capital próprio, produz o Valor Econômico do Patrimônio Líquido da empresa! Afinal, o valor da empresa é o quanto vale a pena investir para receber esse fluxo de caixa livre de tudo e que sobra aos sócios ao longo do período esperado.

Mas a prática mais usual é chegar ao mesmo valor de patrimônio líquido descontando-se não o Fluxo de Caixa Livre dos Acionistas, e sim o Fluxo de Caixa Livre da Firma, só que algo muito interessante: descontando pelo denominado “WACC” (custo médio ponderado de capital). **Wacc** é a média ponderada do custo da dívida e do custo do capital próprio, desde que a ponderação seja feita pelos **valores de mercado** da dívida e do patrimônio líquido (ah, quanta besteira na prática, porque, muitas vezes, faz-se o desconto com base no valor **contábil** do passivo de financiamento e, principalmente, com o descalabro de usar o valor **contábil** do patrimônio líquido. Quanta besteira. Já cansei de escrever e falar sobre isso)⁷.

A vantagem de utilizar o Fluxo de Caixa Livre da Firma é que se podem fazer simulações com relação a diferentes composições entre dívida e capital próprio. Um novo investidor pode conseguir taxas mais baixas de endividamento, ou tem interesse em aumentar o volume dessa dívida etc. E essas alterações e simulações são úteis porque mostram o quanto o tamanho e as características das dívidas de financiamento interferem no valor da empresa.

7. Veja, por exemplo, MARTINS, Eliseu; MARTINS, Vinicius Aversari. Críticas a algumas metodologias utilizadas no *corporate valuation*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; CONTI, André Nunes (coord.). **Corporate valuation**. São Paulo: Quartier Latin, 2025. v. I.

E qual é a conclusão básica da comparação entre EBITDA e Fluxo de Caixa Livre? Aquele não serve para medir o valor da empresa, mas diz coisas muito ricas em termos de capacidade de geração potencial de caixa dos ativos. Já o Fluxo de Caixa Livre da Firma realmente diz o quanto de dinheiro efetivo (não potencial) o ativo foi capaz de produzir, mas quanto já consumiu em incremento de capital de giro (ou sobrou no caso inverso) e em capital fixo. Logo, também não é um bom indicador para medir desempenho de um certo ano quando se teve muito dinheiro em investimentos que não são para reposição de ativos de uso consumidos, e sim para expansões da atividade. O problema, nesse caso, é: que bom saber dessa sobra, se houver, mas, e o futuro? Como serão os investimentos lá para frente? Haverá expansão, e semelhante, em cada ano seguinte? Logo, é um indicador com esse problema para um exercício encerrado, mas, por outro lado, é vital para as projeções futuras.

Por isso, esse conceito de Fluxo de Caixa Livre, e principalmente na versão de Livre para os Acionistas, é fundamental para fazer o *valuation*, mas desde que esteja sendo projetado para o futuro, porque dirá exatamente o que no fundo interessa, do ponto de vista monetário, ao sócio: quanto vai sobrar em cada ano projetado. E o valor presente desse montante é o que de fato determina o valor econômico da empresa, considerando as premissas utilizadas.

Logo, procurando chegar a algum lugar: o EBITDA é potencial gerador de caixa bruto dos ativos, e Fluxo de Caixa Livre da Firma é geração de caixa líquido efetivo (não potencial apenas) desses mesmos ativos, considerando tributos e investimentos. Logo, não dá para afirmar que um é melhor do que outro sem se considerar qual é o objetivo da análise e da comparação.

E talvez aí esteja o problema. São muitos conceitos, cada um muito bom para certa finalidade, mas enganador para outra; por isso, a eterna procura por uma única métrica que resolva todos os problemas. E aí mora o perigo. E o EBITDA, se tomado como panaceia, dá no que muitas vezes dá: a empresa nunca produz a taxa de retorno que se esperava quando do investimento, mesmo que as projeções todas estejam muito bem-feitas.

9 CONCLUINDO

Que enorme perigo o endeusamento do EBITDA, principalmente quando utilizado para a avaliação de empresas, o famoso *valuation*. Ele se olvida totalmente dos custos da estrutura financeira da empresa, despesas essas que, por exemplo, nos últimos tempos, têm levado tantas empresas a recuperações judiciais (para não ser mais pessimista). Ele se olvida totalmente das necessidades de

reinvestimento nos ativos imobilizados e intangíveis obrigatórios à continuidade da empresa. Parece desconhecer que depreciação é caixa saído na aquisição de um imobilizado e jogado para o resultado depois ao longo da vida útil dele, do mesmo jeito que se baixam estoques para virarem custo das mercadorias vendidas. Ele desconhece que parte do caixa gerado precisa ser utilizada para repor ativos de longo prazo. Ele se olvida totalmente do fato de que os resultados produzidos pelo ativo são tributáveis. E muitos ainda desconhecem que ele não é caixa, é potencial de caixa a ser materializado quando as receitas e despesas apropriadas por competência forem monetizadas.

O EBITDA é uma figura importante, sim, mas precisa ser entendido em sua real expressão – e significado. O resultado líquido também tem seus problemas, por abarcar componentes que poderão não se repetir no futuro, e por isso também não pode ser tomado como perfeito, absolutamente. Mas abarca todos os fatores que afetam o patrimônio líquido da empresa.

Os Fluxos de Caixa das Atividades Operacionais são, esses sim, caixas puros, mas, por outro lado, contêm receitas e despesas de competências de períodos diferentes. No seu acumulado, não fecha com o lucro das operações porque, obviamente, entre eles estão as complicadas figuras da depreciação e da amortização. No longo prazo, caixa e lucro se igualam (com uma exceção – algumas *stock options*), mas nos seus totais, e não com relação apenas ao subgrupo de Caixa das Atividades Operacionais. Mas o EBITDA obviamente não fecha com nenhum desses outros conceitos.

E os Fluxos de Caixa Livres da Firma e dos Acionistas são muito mais ricos, porque o primeiro chega ao caixa efetivo produzido, líquido de tributos e de investimentos em capital de giro e capital físico, e o segundo considera tudo, incluindo os juros, as amortizações das dívidas financeiras e entradas de novas dívidas.

O fundamental é: são figuras que têm total vínculo entre si, mas nenhuma se sobrepuja e torna desimportante as outras. E o EBITDA, por algo misterioso, talvez por sua simplicidade, facilidade de cálculo, maior estabilidade, assumiu uma importância no mercado que provoca (e provoca mesmo) conclusões e decisões perigosamente errôneas. Às vezes é tido até como o "deus salvador".

O importante é dominar esse conceito e saber utilizá-lo. Afinal, ele é importante para comparação com encargos financeiros dos passivos financeiros, com a dívida bruta ou com a dívida líquida, com o total do ativo investido para gerá-lo, segregá-lo pelos diversos segmentos de negócios da empresa e compará-lo com os investimentos nesses segmentos.

Há, sim, muita utilidade no uso do EBITDA. **Nossa preocupação é o seu tão forte e perigoso uso no processo de avaliação de empresas.**

Esperamos ter, talvez, assustado algum leitor, mas esperamos, principalmente, não ter esgotado a análise toda que se pode fazer com esse conceito, mas dado os caminhos para entender seu genuíno significado e suas genuínas boas utilizações.

Temos que agradecer ao Nelson Niero por tocar nesse importantíssimo assunto e, com isso, nos provocar e nos fazer procurar mostrar que o mundo da análise não pode trabalhar só com um indicador, há vários deles valiosíssimos, mas precisamos conhecer a essência do que cada um significa e saber qual a importância relativa de cada um, caso a caso. Sem generalizações e sem a falaciosa escolha de um só deles como salvação.

10 REFERÊNCIAS

MARTINS, Eliseu. O lucro líquido, sim, passa bem, e está muito vivo. **Valor Investe**, 25 mar. 2026.

MARTINS, Eliseu; MARTINS, Vinicius Aversari. Críticas a algumas metodologias utilizadas no *corporate valuation*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; CONTI, André Nunes (coord.). **Corporate valuation**. São Paulo: Quartier Latin, 2025. v. I.

NIERO, Nelson. O lucro líquido morreu, mas passa bem. **Valor Econômico**, 12 mar. 2026, p. A2.

SZUSTER, Natan; SZUSTER, Fernanda. Tratamento contábil do câmbio flutuante no Brasil: uma proposta frente à grande volatilidade 2001/2002. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. 31, p. 109-118, 2003.