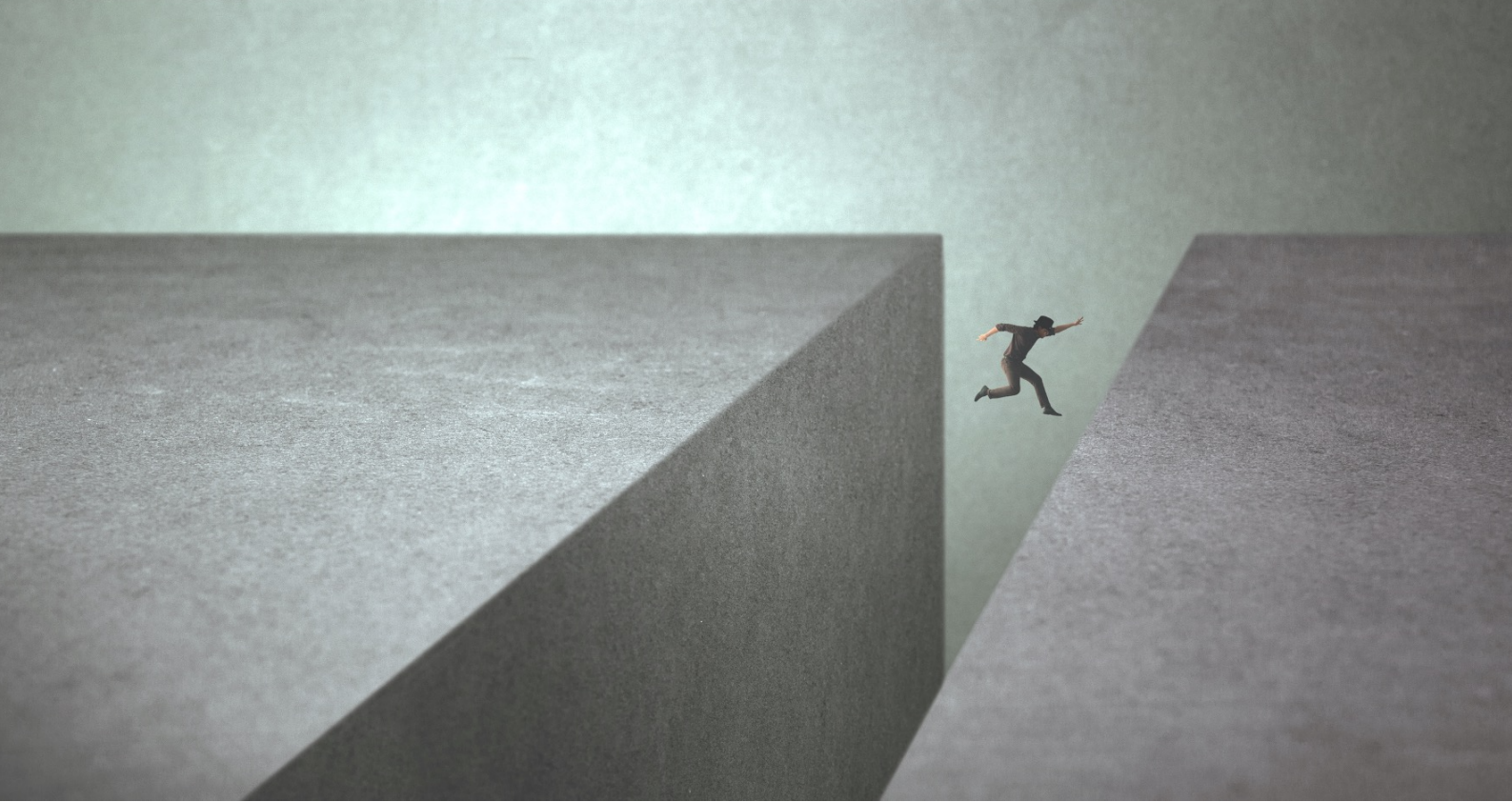




EBITDA ajustado não é caixa

O EBITDA ajustado é uma referência na avaliação de empresas, mas não equivale à geração de caixa nem ao valor recebido pelos sócios. Na venda de uma empresa, a qualidade dos resultados, o capital de giro e as obrigações financeiras influenciam o preço final.

CAMAYA INSIGHTS

Conteúdo editorial da Camaya Partners

22 de abril de 2026

O EBITDA ocupa posição central em muitas negociações de fusões e aquisições. Quando multiplicado por um múltiplo de avaliação, oferece uma referência inicial para o valor da empresa e facilita comparações entre negócios com estruturas de capital diferentes. Essa utilidade, entretanto, não transforma o EBITDA ajustado em caixa nem determina o valor que chegará ao acionista. Na venda de uma empresa, o comprador examina o caminho entre o resultado contábil, o resultado normalizado, a geração de caixa e os ajustes que serão aplicados ao preço no fechamento.

A Resolução CVM nº 156, aplicável à divulgação voluntária por companhias abertas, exige que o EBITDA seja calculado a partir das demonstrações contábeis e acompanhado de conciliação. Para o EBITDA ajustado, também exige a descrição da natureza, da forma de cálculo e da justificativa dos ajustes¹. Embora essa regra tenha um âmbito específico, a disciplina de conciliar e explicar os números também é relevante na preparação de empresas fechadas para uma transação.

A cautela encontra respaldo em estudo publicado pela S&P Global Ratings em 2025. Ao longo do período analisado, os acréscimos utilizados pela administração para apresentar o EBITDA ajustado nas operações representaram uma mediana de 28% desse indicador. O estudo também identificou projeções que se mostraram otimistas diante dos resultados posteriores².

Um ajuste de EBITDA precisa representar uma mudança sustentável no resultado, apoiada em evidências que o comprador possa verificar.

Duas empresas com o mesmo EBITDA podem produzir valores líquidos muito diferentes para seus sócios.

Essa evidência, produzida no contexto de operações acompanhadas pela agência, ajuda a explicar por que compradores examinam com rigor ajustes baseados em economias futuras, sinergias ou despesas classificadas como não recorrentes.

Um ajuste pode ser legítimo quando corrige uma distorção real e documentada. Despesas extraordinárias, custos que efetivamente desaparecerão após a transação ou remunerações de sócios fora das condições de mercado podem exigir normalização. A aceitação depende da evidência. O comprador verifica se o evento já ocorreu antes, se pode voltar a ocorrer, se o valor está conciliado com a contabilidade e se a despesa precisará ser substituída. Uma remuneração retirada do cálculo, por exemplo, pode dar lugar ao custo de contratação de um executivo para exercer a mesma função.

A análise da qualidade dos resultados também examina o reconhecimento de receitas, a evolução das margens, a concentração por cliente, a sazonalidade, as transações com partes relacionadas, as provisões e as mudanças de práticas contábeis. O objetivo é compreender quanto do desempenho apresentado pode ser sustentado após a aquisição. Ajustes consistentes podem elevar ou reduzir o EBITDA: receitas excepcionais também precisam ser consideradas quando não representam a operação recorrente.

Depois de validar o resultado, a due diligence financeira analisa sua conversão em caixa. O EBITDA não desconta os investimentos em ativos, os juros ou os tributos sobre o lucro, nem reflete diretamente as necessidades de capital de giro. Uma empresa pode aumentar o EBITDA e consumir caixa porque ampliou os prazos concedidos aos clientes, acumulou estoques ou passou a pagar fornecedores mais cedo. Também pode preservar temporariamente o caixa ao adiar investimentos necessários em máquinas e sistemas. Por isso, o comprador compara diferentes períodos, examina contas a receber, estoques e fornecedores, separa investimentos de manutenção daqueles destinados à expansão e avalia quanto capital será necessário para sustentar o negócio depois da aquisição.

O capital de giro também pode afetar diretamente o preço da transação. O estudo de 2025 da SRS Acquiom analisou mais de 1.250 aquisições de empresas fechadas, que somaram US\$ 298 bilhões, concluídas entre 2020 e o terceiro trimestre de 2024 e com ajustes de preço finalizados³. Em operações que adotam esse mecanismo, as partes normalmente definem um nível de capital de giro a ser entregue no fechamento. Se o saldo apurado estiver abaixo da referência acordada, a diferença poderá reduzir o preço, conforme as regras do contrato.

A passagem do valor da empresa para o valor atribuível aos acionistas considera ainda o caixa, a dívida e outros ajustes negociados. Tributos parcelados, obrigações com partes relacionadas, despesas da transação e determinados passivos podem entrar nessa conta, dependendo de sua natureza e das definições contratuais. É necessário evitar que um mesmo item seja deduzido duas vezes, por exemplo, como dívida e como componente do capital de giro. Assim, duas empresas com o mesmo EBITDA podem produzir valores líquidos muito diferentes para seus sócios.

A preparação para a venda deve começar antes do acesso do comprador às informações. A empresa precisa conciliar o EBITDA reportado com o ajustado, documentar cada normalização e analisar antecipadamente a qualidade das receitas, a conversão em caixa, o capital de giro, os investimentos recorrentes e as obrigações que poderão ser deduzidas do preço. Quando esse trabalho começa somente após a proposta, o vendedor tende a reagir às conclusões da outra parte.

Quando é realizado antes, ele compreende os fatores que influenciam o valor recebido e negocia com base em informações próprias. Em M&A, a credibilidade do EBITDA ajustado decorre da qualidade das evidências que o sustentam.

Fontes

¹ Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 156, de 23 de junho de 2022, artigos 1º a 5º.

² S&P Global Ratings. *EBITDA Addback Levels Remain High Despite Some Easing*. 17 de abril de 202

³ SRS Acquiom. *2025 M&A Working Capital Purchase Price Adjustment Study*.

© 2026 Camaya Partners®, LLC. Todos os direitos reservados. O conteúdo deste artigo e do site da Camaya Partners, incluindo textos, fotografias, imagens, logotipos, marcas, elementos sonoros, software, identidade visual, layout e trade dress, é de titularidade da Camaya Partners ou de terceiros que autorizaram sua utilização. É vedada a reprodução, distribuição, modificação ou utilização, total ou parcial, desses elementos sem autorização prévia e por escrito da Camaya Partners ou do respectivo titular. O uso não autorizado poderá sujeitar o infrator às medidas cíveis e criminais cabíveis, nos termos da legislação aplicável.



Camaya Partners