

Jacek Welc

WNP Ekspert Sp. z o.o.

EBITDA ORAZ EBIDA JAKO UPROSZCZONE MIARY OPERACYJNYCH PRZEPLYWÓW PIENIĘŻNYCH NA PRZYKŁADZIE SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW

Streszczenie: EBITDA i EBIDA to popularne uproszczone mierniki operacyjnych przepływów pieniężnych, wykorzystywane zarówno w analizach ryzyka kredytowego, jak i w wycenie spółek. W literaturze wskazuje się jednak liczne ich mankamenty, podkreślając tendencję do zawyżania szacunku rzeczywistych operacyjnych przepływów pieniężnych (głównie w wyniku nieuwzględnienia zmian kapitału pracującego). Analiza danych spółek notowanych na GPW za lata 2007 i 2008 potwierdza wysoką niedokładność szacunków operacyjnych przepływów pieniężnych dokonywanych na podstawie miar EBITDA i EBIDA. Niemal w 30% przypadków operacyjne przepływy pieniężne oszacowane na ich podstawie okazały się niezgodne co do znaku z przepływami rzeczywistymi. Miary te wykazują też tendencję do zawyżania rzeczywistych przepływów pieniężnych, a także wysokie błędy procentowe szacunku operacyjnych przepływów pieniężnych. Tak więc stosowanie EBITDA i EBIDA jako szacunkowych miar operacyjnych przepływów pieniężnych wiąże się z wysokim ryzykiem wyciągnięcia błędnych wniosków analitycznych.

Słowa kluczowe: EBITDA, analiza finansowa, przepływy pieniężne.

1. Wstęp

EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) stanowi popularną miarę zyskowności w analizie finansowej oraz wycenie przedsiębiorstw. Miarę tę oblicza się jako sumę zysku operacyjnego oraz amortyzacji. Liczona w ten sposób EBITDA jest często traktowana jako uproszczona miara operacyjnych przepływów pieniężnych, koryguje bowiem zysk operacyjny o koszty niegotówkowe¹.

EBITDA jest wykorzystywana w analizie ryzyka kredytowego. Wielu analityków przyjmuje regułę, zgodnie z którą bezpieczeństwo płynności finansowej firmy zapewnia utrzymanie wskaźnika pokrycia kosztów finansowych przez EBITDA powyżej pewnego poziomu. Podejście takie opiera się na założeniu, że jeśli tylko ewentualna strata operacyjna jest równoważona przez odpowiednio wysokie odpisy

¹ Ch.W. Mulford, E.E. Comiskey, *The Financial Numbers Game. Detecting Creative Accounting Practices*, John Wiley & Sons, New York 2002, s. 328.

amortyzacyjne, to płynność finansowa spółki nie jest zagrożona. Takie zastosowanie EBITDA zakłada, że zmiany stanu kapitału pracującego w sposób nieistotny wpływają na płynność finansową.

EBITDA jest również wykorzystywana w wycenie spółek. Mnożniki wyceny oparte na EBITDA są szczególnie popularne w wycenach małych spółek niepublicznych, które prowadzą uproszczoną sprawozdawczość i nie sporządzają rachunku przepływów pieniężnych². Niektóre badania wskazują na wyższą dokładność mnożników wyceny opartych na EBITDA, w porównaniu z mnożnikami opartymi na zyskach operacyjnych, w identyfikacji przewartościowanych oraz niedowartościowanych spółek³. Popularność EBITDA w wycenie spółek potwierdzają przeprowadzone wśród analityków europejskich badania, zgodnie z którymi mnożnik oparty na EBITDA jest drugim najczęściej wykorzystywanym mnożnikiem wyceny⁴. Tak duża popularność sprawia, że zarządy wielu spółek w prezentacjach inwestorskich powołują się na EBITDA jako miarę odzwierciedlającą dokonania spółki w sposób bardziej wiarygodny niż tradycyjne miary zyskowności. Jako miara operacyjnych przepływów pieniężnych EBITDA bywa również wykorzystywana w analizie ryzyka związanego z dźwignią operacyjną⁵.

Zwolennicy EBITDA jako jedną z jego zalet wskazują większą porównywalność danych. Argumentują oni, że ujęcie amortyzacji w kosztach wiąże się z dużym subiektywizmem co do oczekiwanego okresu użytkowania aktywów. Spółki mogą zatem sztucznie poprawiać rentowność poprzez wydłużanie okresów amortyzacji⁶. Przeciwnicy EBITDA wskazują jednak, że mimo subiektywności odpisów amortyzacyjnych odpisy te stanowią rzeczywisty koszt (odzwierciedlają faktyczne zużycie zasobów), ich pominięcie w analizie zatem prowadzi do wniosków pozbawionych sensu ekonomicznego⁷. W literaturze podkreśla się ponadto, że stosowanie tej miary jest szczególnie niebezpieczne w przypadku branż kapitałochłonnych, w których podstawowym czynnikiem produkcji jest majątek trwały. Tymczasem to właśnie w tych branżach miara ta jest najpopularniejsza⁸.

Badania potwierdzają liczne mankamenty EBITDA jako miernika operacyjnych przepływów pieniężnych. Jako najważniejszą wadę wskazuje się tendencję do za-

² B.C.N. Greenwald, J. Kahn, P.D. Sonkin, M. Van Biema, *Value Investing. From Graham to Buffett and Beyond*, John Wiley & Sons, Hoboken 2001, s. 62.

³ H. Lie, E. Lie, *Multiples used to estimate corporate value*, „Financial Analyst Journal” vol. 58, no 2, March/April 2002.

⁴ P. Fernandez, *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?* IESE Business School Research Papers, January 2002, s. 2.

⁵ R. Parrino, D. Kidwell, *Fundamentals of Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Hoboken 2009, s. 405.

⁶ L. Epstein, *The Complete Idiot's Guide to Value Investing*, Penguin Group, New York 2009, s. 72.

⁷ K.G. Palepu, P.M. Healy, V.L. Bernard, *Business Analysis & Valuation Using Financial Statements*, Thomson South-Western, Mason 2004, s. 5-11.

⁸ S.H. Penman, *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, McGraw-Hill, New York 2007, s. 49.

wyżania szacunku tych przepływów⁹. Często bowiem faktyczne przepływy są dużo niższe niż EBITDA w następstwie znacznych przyrostów stanu kapitału pracującego¹⁰. Ponadto stosowanie mnożników wyceny opartych na EBITDA w przypadku spółek o dużym udziale amortyzacji w kosztach powoduje zawyżanie wyceny spółek o niskiej rentowności oraz zaniżanie wyceny spółek o wysokiej rentowności¹¹. W literaturze wskazuje się również, że mimo argumentów przytaczanych przez zwolenników EBITDA, miara ta nie jest odporna na różnice w zasadach rachunkowości pomiędzy spółkami¹².

W artykule zbadano zasadność wykorzystania EBITDA jako surogatu operacyjnych przepływów pieniężnych na przykładzie spółek notowanych na GPW. Tak więc EBITDA obliczono w dwóch wariantach, bazując na zysku operacyjnym oraz zysku ze sprzedaży. Ponieważ ewentualna niska korelacja między EBITDA a operacyjnymi przepływami pieniężnymi wynikać może z nieuwzględnienia obciążeń podatkowych, jako alternatywny surogat operacyjnych przepływów pieniężnych przeanalizowano miarę EBIDA.

2. EBITDA oraz EBIDA jako miary operacyjnych przepływów pieniężnych

W celu oceny zasadności stosowania EBITDA (zysk operacyjny powiększony o amortyzację) oraz EBIDA (zysk operacyjny pomniejszony o podatek dochodowy oraz powiększony o amortyzację) jako surogatów operacyjnych przepływów pieniężnych dokonano analizy odchyień rzeczywistych przepływów od wartości EBITDA i EBIDA. Analizie poddano dane spółek notowanych na GPW za lata 2007 oraz 2008. W przypadku spółek publikujących zarówno sprawozdania jednostkowe, jak i skonsolidowane wykorzystano dane pochodzące ze sprawozdań skonsolidowanych. W przypadku pozostałych spółek wykorzystano informacje pochodzące z raportów jednostkowych. Analizie poddano spółki, dla których uzyskano wszystkie dane niezbędne do dokonania obliczeń, pomijając spółki z sektora finansowego.

Jako surogaty operacyjnych przepływów pieniężnych wykorzystano cztery miary:

- EBITDA – zysk z działalności operacyjnej powiększony o amortyzację,
- skorygowany EBITDA – zysk ze sprzedaży powiększony o amortyzację,
- EBIDA – zysk z działalności operacyjnej pomniejszony o podatek dochodowy i powiększony o amortyzację,

⁹ Ch.W. Mulford, E.E. Comiskey, *Creative Cash Flow Reporting. Uncovering Sustainable Financial Performance*, John Wiley & Sons, Hoboken 2005, s. 70.

¹⁰ M. Fridson, F. Alvarez, *Financial Statement Analysis. A Practitioner's Guide*, John Wiley & Sons, New York 2002, s. 172.

¹¹ P. Verninmen, P. Quiry, M. Dallochio, Y.L. Fur, A. Salvi, *Corporate Finance. Theory and Practice*, John Wiley & Sons, Chichester 2005, s. 829.

¹² G.I. White, A.C. Sondhi, D. Fried, *The Analysis and Use of Financial Statements*, John Wiley & Sons, Hoboken 2003, s. 152.

- skorygowany EBIDA – zysk ze sprzedaży pomniejszony o podatek dochodowy i powiększony o amortyzację.

Uwzględnienie w kalkulacji EBITDA oraz EBIDA zysku ze sprzedaży jako alternatywy dla zysku operacyjnego wynika z faktu, że na zysk operacyjny często w znacznym stopniu wpływają niegotówkowe pozycje pozostałych przychodów oraz pozostałych kosztów operacyjnych (zaciągane rezerwy, rozliczane w czasie przychody przyszłych okresów itd.).

W pierwszym etapie analizy zbadano zgodność kierunku rzeczywistych przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej z kierunkiem analizowanych surogatów tych przepływów. Wyniki przedstawiono w tab. 1.

Tabela 1. Zgodność kierunku przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej z kierunkiem miar EBITDA i EBIDA spółek notowanych na GPW w latach 2007 oraz 2008

	EBITDA ^b	Skorygowany EBITDA ^c	EBIDA ^d	Skorygowany EBIDA ^e
Okres analizowany	2008 rok			
Liczba obserwacji	313			
Liczba obserwacji zgodnych co do znaku ^a	233	241	231	238
Procent obserwacji zgodnych co do znaku ^a	74,4	77,0	73,8	76,0
Okres analizowany	2007 rok			
Liczba obserwacji	312			
Liczba obserwacji zgodnych co do znaku ^a	208	210	209	219
Procent obserwacji zgodnych co do znaku ^a	66,7	67,3	67,0	70,2
Okres analizowany	2007 oraz 2008 rok			
Liczba obserwacji	625			
Liczba obserwacji zgodnych co do znaku ^a	441	451	440	457
Procent obserwacji zgodnych co do znaku ^a	70,6	72,2	70,4	73,1

^a Obserwacje zgodne co do znaku to obserwacje, w przypadku których dodatniej (ujemnej) wartości przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej towarzyszy dodatnia (ujemna) wartość danej miary EBITDA lub EBIDA, ^b Zysk z działalności operacyjnej + amortyzacja, ^c Zysk ze sprzedaży + amortyzacja, ^d Zysk z działalności operacyjnej – podatek dochodowy (zapłacony oraz odroczony) + amortyzacja, ^e Zysk ze sprzedaży – podatek dochodowy (zapłacony oraz odroczony) + amortyzacja.

Źródło: „Gazeta Giełdy Parkiet”; obliczenia własne.

W latach 2007-2008 odsetek przypadków, w których analizowane miary dały szacunek zgodny co do znaku z rzeczywistymi przepływami pieniężnymi z działalności operacyjnej, mieścił się w przedziale między 70,6 a 73,1%. A zatem niemal w ok. 30% przypadków operacyjne przepływy pieniężne oszacowane na podstawie analizowanych miar okazały się niezgodne co do znaku z przepływami rzeczywistymi.

Dostrzegalna jest nieznacznie wyższa trafność szacunku opartego na miarach skorygowanych. Potwierdza to, że oparcie obliczeń na zysku z działalności operacyjnej może zwiększać błąd szacunku operacyjnych przepływów pieniężnych w przypadkach charakteryzujących się wysokim udziałem niegotówkowych pozycji pozostałych przychodów oraz pozostałych kosztów operacyjnych.

Tabela 2. Mediany względnych odchyżeń rzeczywistych przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej od wartości oszacowanych na podstawie czterech surogatów tych przepływów

	EBITDA ^b	Skorygowany EBITDA ^c	EBIDA ^d	Skorygowany EBIDA ^e
Okres analizowany	2008 rok			
Liczba uwzględnionych obserwacji ^a	208	212	209	211
Mediana błędów względnych	-23,0%	-20,1%	-13,6%	-13,7%
Okres analizowany	2007 rok			
Liczba uwzględnionych obserwacji ^a	189	190	191	191
Mediana błędów względnych	-32,2%	-29,3%	-22,2%	-19,8%
Okres analizowany	2007 oraz 2008 rok			
Liczba uwzględnionych obserwacji ^a	397	402	400	402
Mediana błędów względnych	-27,9%	-26,2%	-18,2%	-17,6%

^a Uwzględniono jedynie obserwacje, w przypadku których zarówno przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej, jak i analizowany surogat tych przepływów przyjęły wartość dodatnią, ^b Zysk z działalności operacyjnej + amortyzacja, ^c Zysk ze sprzedaży + amortyzacja, ^d Zysk z działalności operacyjnej – podatek dochodowy (zapłacony oraz odroczone) + amortyzacja, ^e Zysk ze sprzedaży – podatek dochodowy (zapłacony oraz odroczone) + amortyzacja.

Źródło: „Gazeta Giełdy Parkiet”; obliczenia własne.

W sposób nieistotny na dokładność szacunku wpływa uwzględnienie podatku dochodowego. Wynika to prawdopodobnie z tego, że w obliczeniach uwzględniono łączny (zawierający zarówno część bieżącą, jak i odroczoną) podatek dochodowy. W przypadku wielu spółek przejściowe różnice podatkowe istotnie wpływają na różnice między zyskiem bilansowym a dochodem podatkowym.

W kolejnym etapie analizie poddano przeciętne (mierzone medianą) względne odchylenia rzeczywistych operacyjnych przepływów pieniężnych od wartości analizowanych miar. Uwzględniono tu jedynie obserwacje, w przypadku których zarówno przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej, jak i analizowane surogaty tych przepływów przyjęły wartości dodatnie. Rezultaty obliczeń przedstawiono w tab. 2.

Stosowanie każdej z badanych miar powoduje zawyżenie szacunku operacyjnych przepływów pieniężnych. Największym obciążeniem charakteryzują się szacunki dokonane z wykorzystaniem tradycyjnego EBITDA. W latach 2007 oraz 2008 rzeczywiste przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej okazywały się niższe od szacunku tych przepływów opartego na EBITDA przeciętnie o 27,9%. Nieznacznie mniejsze obciążenie wykazały szacunki oparte na zysku ze sprzedaży. Wyraźne zmniejszenie błędu względnego następuje natomiast w efekcie uwzględnienia podatku dochodowego. Obydwie analizowane miary EBIDA wykazały znacznie niższy błąd względny niż miary EBITDA.

Analizie poddano również przeciętne (mierzone medianą) bezwzględne odchylenia rzeczywistych przepływów operacyjnych od wartości analizowanych miar. Podobnie jak w przypadku błędów względnych, w analizie uwzględniono obserwacje, w których zarówno przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej, jak i analizowane miary przyjęły wartości dodatnie. Rezultaty obliczeń przedstawiono w tab. 3.

Obserwacja danych tab. 3 wskazuje, że wszystkie badane miary wykazują wysokie błędy szacunku rzeczywistych operacyjnych przepływów pieniężnych. Najwyższym błędem (wynoszącym w latach 2007 i 2008 ponad 41%) charakteryzuje się tradycyjny EBITDA, natomiast oparcie szacunku na zysku ze sprzedaży oraz uwzględnienie obciążeń podatkowych przyczynia się do zmniejszenia bezwzględnego błędu szacunku. Nie zmienia to jednak faktu, że nawet najdokładniejsza (pod względem błędu bezwzględnego) spośród analizowanych miar wykazała w latach 2007 oraz 2008 przeciętny błąd na poziomie ponad 35%.

Operacyjne przepływy pieniężne stanowią podstawę obliczania wskaźników tzw. wydajności gotówkowej. Jednym z najpopularniejszych jest wskaźnik wydajności gotówkowej przychodów (mierzony jako stosunek operacyjnych przepływów pieniężnych do przychodów netto ze sprzedaży). W związku z tym dokonano analizy korelacji między wartościami tego wskaźnika obliczonymi na podstawie rzeczywistych danych dotyczących przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej a jego wartościami obliczonymi na podstawie badanych czterech surogatów tych przepływów. Aby zminimalizować wpływ obserwacji nietypowych w przypadku

rzeczywistych przepływów pieniężnych, jak i w przypadku każdego z badanych surogatów tych przepływów, z próby usunięto 5% obserwacji o najwyższych oraz najniższych wartościach badanego wskaźnika.

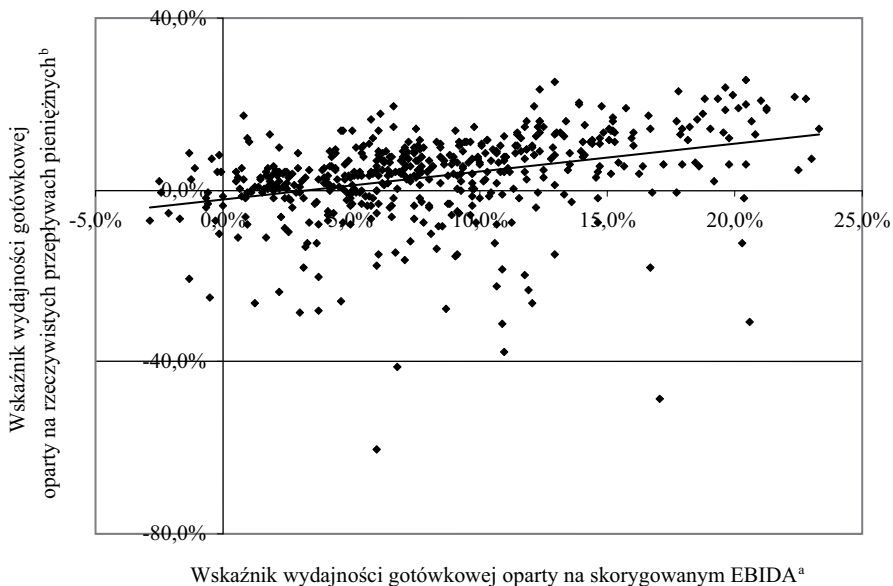
Tabela 3. Mediany bezwzględnych odchyłeń rzeczywistych przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej od wartości oszacowanych na podstawie czterech surogatów tych przepływów

	EBITDA ^b	Skorygowany EBITDA ^c	EBIDA ^d	Skorygowany EBIDA ^e
Okres analizowany	2008 rok			
Liczba uwzględnionych obserwacji ^a	208	212	209	211
Mediana błędów bezwzględnych	40,7%	38,9%	38,4%	35,1%
Okres analizowany	2007 rok			
Liczba uwzględnionych obserwacji ^a	189	190	191	191
Mediana błędów bezwzględnych	42,8%	39,7%	37,8%	35,5%
Okres analizowany	2007 oraz 2008 rok			
Liczba uwzględnionych obserwacji ^a	397	402	400	402
Mediana błędów bezwzględnych	41,4%	39,6%	38,2%	35,1%

^a Uwzględniono jedynie obserwacje, w przypadku których zarówno przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej, jak i analizowany surogat tych przepływów przyjęły wartość dodatnią. ^b Zysk z działalności operacyjnej + amortyzacja, ^c Zysk ze sprzedaży + amortyzacja, ^d Zysk z działalności operacyjnej – podatek dochodowy (zapłacony oraz odroczone) + amortyzacja, ^e Zysk ze sprzedaży – podatek dochodowy (zapłacony oraz odroczone) + amortyzacja.

Źródło: „Gazeta Giełdy Parkiet”; obliczenia własne.

Najwyższą korelację ze wskaźnikiem wydajności gotówkowej opartym na rzeczywistych operacyjnych przepływach pieniężnych wykazał wskaźnik oparty na skorygowanym EBIDA (zysku ze sprzedaży pomniejszonym o podatek dochodowy oraz powiększonym o amortyzację). Jednak pomimo usunięcia obserwacji nietypowych, współczynnik korelacji wyniósł dla lat 2007-2008 zaledwie 0,348. W przypadku pozostałych badanych surogatów operacyjnych przepływów pieniężnych wartości analogicznych miar korelacji okazały się jeszcze niższe (ukształtowały się w przedziale pomiędzy 0,295 a 0,320). Potwierdza to niską zdolność analizowanych surogatów operacyjnych przepływów pieniężnych do szacowania rzeczywistej wartości przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej.



^a (Zysk ze sprzedaży – podatek dochodowy + amortyzacja) / przychody ze sprzedaży

^b Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej / przychody netto ze sprzedaży

Rys. 1. Zależność między wskaźnikiem wydajności gotówkowej opartym na rzeczywistych operacyjnych przepływach pieniężnych a wskaźnikiem wydajności gotówkowej opartym na skorygowanym EBIDA (dane za lata 2007 i 2008)

Źródło: „Gazeta Giełdy Parkiet”; obliczenia własne.

3. Zakończenie

EBITDA (oraz w mniejszym stopniu EBIDA) stanowi popularny uproszczony miernik operacyjnych przepływów pieniężnych. Miary te bywają wykorzystywane zarówno w analizach ryzyka kredytowego, jak i w analizie finansowej i wycenie spółek. W literaturze wskazuje się jednak na liczne ich mankamenty, podkreślając przede wszystkim tendencję do zawyżania szacunku rzeczywistych operacyjnych przepływów pieniężnych (głównie w następstwie nieuwzględnienia zmian kapitału pracującego). Analiza przeprowadzona na danych spółek notowanych na GPW za lata 2007 oraz 2008 potwierdza wysoką niedokładność szacunków operacyjnych przepływów pieniężnych dokonywanych na podstawie miar EBITDA i EBIDA. W ok. 30% przypadków operacyjne przepływy pieniężne oszacowane w oparciu o analizowane surogaty tych przepływów okazały się niezgodne co do znaku z przepływami rzeczywistymi. Badanie potwierdziło również, że stosowanie każdego z badanych surogatów operacyjnych przepływów pieniężnych powoduje zawyżenie szacunku tych przepływów. Wszystkie badane surogaty operacyjnych przepływów pieniężnych wykazują ponadto wysokie błędy bezwzględne szacunku rzeczywistych

przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej. Należy zatem stwierdzić, że stosowanie EBITDA oraz EBIDA jako szacunkowych miar operacyjnych przepływów pieniężnych wiąże się z wysokim ryzykiem wyciągnięcia błędnych wniosków analitycznych.

Literatura

- Epstein L., *The Complete Idiot's Guide to Value Investing*, Penguin Group, New York 2009.
- Fernandez P., *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?* IESE Business School Research Papers, January 2002.
- Fridson M., Alvarez F., *Financial Statement Analysis. A Practitioner's Guide*, John Wiley & Sons, New York 2002.
- Greenwald B.C.N., Kahn J., Sonkin P.D., Van Biema M., *Value Investing. From Graham to Buffett and Beyond*, John Wiley & Sons, Hoboken 2001.
- Lie H., Lie E., *Multiples used to estimate corporate value*, „Financial Analyst Journal” vol. 58, no 2, March/April 2002.
- Mulford Ch.W., Comiskey E.E., *Creative Cash Flow Reporting. Uncovering Sustainable Financial Performance*, John Wiley & Sons, Hoboken 2005.
- Mulford Ch.W., Comiskey E.E., *The Financial Numbers Game. Detecting Creative Accounting Practices*, John Wiley & Sons, New York 2002.
- Palepu K.G., Healy P.M., Bernard V.L., *Business Analysis & Valuation Using Financial Statements*, Thomson South-Western, Mason 2004.
- Parrino R., Kidwell D., *Fundamentals of Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Hoboken 2009.
- Penman S.H., *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, McGraw-Hill, New York 2007.
- Vernimmen P., Quiry P., Dallochio M., Fur Y.L., Salvi A., *Corporate Finance. Theory and Practice*. John Wiley & Sons, Chichester 2005.
- White G.I., Sondhi A.C., Fried D., *The Analysis and Use of Financial Statements*, John Wiley & Sons, Hoboken 2003.

EBITDA AND EBIDA AS SIMPLIFIED MEASURES OF OPERATING CASH FLOWS IN THE CASE OF COMPANIES LISTED ON WARSAW STOCK EXCHANGE

Summary: EBITDA and EBIDA are popular simplified measures of operating cash flows, being applied in credit risk analysis as well as in corporate valuations. However, the literature points out to numerous flaws of those measures, underlining the tendency toward overestimating the true operating cash flows (mainly as a result of omitting changes in working capital). The analysis conducted on data of the companies listed on Warsaw Stock Exchange for 2007 and 2008 confirms substantial inaccuracy of operating cash flows' estimates based on EBITDA and EBIDA. In almost 30% of cases the sign of operating cash flows estimated on the basis of those measures turned out not to be accordant with the sign of true cash flows. Research also confirmed the tendency of those measures to overestimate actual cash flows. Additionally, all the analyzed measures are characterized by high percentage errors in estimating operating cash flows. Therefore, it is justified to say that using EBITDA and EBIDA as rough estimates of operating cash flows carries high risk of making wrong inferences during the analysis.