



Apostila 5: Avaliação por Múltiplos de Mercado

Setembro de 2021

Índice

| | |
|--|----|
| Índice..... | 1 |
| Objetivos de Aprendizagem | 1 |
| Introdução..... | 2 |
| MMV: Conceito..... | 2 |
| MMV: Implementação <i>Peer Group</i> | 4 |
| <i>Value e Equity Multiples</i> | 8 |
| Desagregando <i>Equity Multiples</i> | 8 |
| <i>Trading e Transaction (Acquisition) Multiples</i> | 10 |
| Exercícios | 11 |

Objetivos de Aprendizagem

- Discutir o *Market Multiple Valuation* (“MMV”), uma metodologia de avaliação que computa o valor de mercado, ao invés do valor intrínseco de um ativo.
- Abordar os principais múltiplos – *Value e Equity Multiples* –, e derivar algumas fórmulas que expliquem o comportamento desses múltiplos.

Introdução

Market Multiple Valuation ("MMV") é uma alternativa à metodologia DCF de avaliação.

As abordagens MMV e DCF são filosoficamente distintas.

Em específico, o método DCF calcula o **valor intrínseco** – valor justo ou valor fundamental – de um ativo a partir de seus fundamentos (i.e. geração de caixa e risco).

Já a metodologia MMV computa o **valor de mercado** de um ativo a partir da precificação de comparáveis (i.e. avaliação relativa).



Obs.: É possível argumentar que a metodologia MMV, assim como o método DCF, deriva o valor intrínseco de um ativo. Tal argumento, no entanto, implica uma premissa forte. Em específico, pressupõe que o mercado é eficiente.

Em outras palavras, o método DCF nos diz o quanto um ativo efetivamente vale; MMV revela o quanto o mercado está disposto a pagar pelo mesmo.

MMV: Conceito

Para explicar o conceito, as vantagens e os desafios acerca de MMV, vale um exemplo:

E.g. | Contexto

Suponhamos que estejamos interessados em comprar um apartamento. Ademais, imaginemos que há uma unidade recém-lançada de 100m² pela qual nos apaixonamos.

A demanda pelo apartamento é alta. Portanto, para extrair o maior valor possível da unidade, a incorporadora decide realizar um leilão.

Para elaborar uma proposta competitiva, decidimos pesquisar a oferta de imóveis na cidade.

Como parte do exercício, compilamos uma lista com todos os anúncios de imóveis em São Paulo, catalogamos o preço de cada um e, por fim, computamos o **preço por m²** de cada unidade.

Takeaway #1

Preço por m² é um exemplo de um múltiplo.

A rigor, um múltiplo é, nada mais, nada menos, do que uma razão entre:

- Uma **medida de valor**. E.g. Preço do apartamento, neste exemplo (*enterprise* ou *equity value* no contexto de avaliação de uma companhia).
- Um **driver** – fator determinante – de tal valor. E.g. Metragem, neste exemplo (EBITDA ou lucro líquido no contexto de avaliação de uma companhia).

Conceitualmente, um múltiplo sinaliza a disposição a pagar do mercado por 1 m² (R\$1 de EBITDA ou R\$1 de lucro líquido, no contexto de avaliação de uma empresa).

Ao terminar o estudo, concluímos que, em média, proprietários pedem R\$5.000 por m².

À luz de tal informação, decidimos avaliar o imóvel em R\$500.000 – i.e. R\$5.000 por m² x 100 m².

Takeaway #2.

Avaliar um ativo no contexto de MMV é tão simples quanto multiplicar dois valores:

- O múltiplo estimado para o ativo; e
- O valor do denominador do múltiplo para o ativo alvo da avaliação.

Tal facilidade de implementação configura a principal vantagem, assim por dizer, do método MMV.

Após submetermos a nossa oferta, descobrimos que nós não colocamos a proposta vencedora.

Mais que isso: descobrimos que o autor do *bid* ganhador foi o Rafael – investidor conhecido no mercado por nunca pagar um centavo sequer acima do valor justo de um imóvel.

Em específico, descobrimos que Rafael ofereceu R\$600.000 pelo apartamento – R\$6.000 por m².

Pergunta: Como pode? De acordo com a nossa análise, o mercado paga R\$5.000 por m². No entanto, o Igor ofereceu R\$6.000 por m² e fez um bom negócio – comprou barato. Como conciliamos essas informações?

Resposta: Muito provavelmente o viés da nossa análise derivou do universo de imóveis que escolhemos para estimar o múltiplo aplicável ao apartamento dos nossos sonhos.

Takeaway #3

O principal desafio de MMV é identificar os ativos mais comparáveis àquele sob avaliação (i.e. montar um *peer group*).

Lembrando, no exemplo acima, nós usamos **todos** os anúncios de imóveis da cidade para estimar o preço por m² justo – o múltiplo justo – do apartamento de nosso interesse.

Neste caso, visto que a unidade de nossos sonhos valia R\$6.000 m², talvez o apartamento **médio** do mercado como um todo não tenha sido o melhor parâmetro para a unidade que estávamos estudando.

Abaixo, algumas hipóteses acerca do porquê a unidade que estávamos namorando valia mais do que o apartamento médio do mercado:

- A unidade era mais bem localizado do que à média;
- O apartamento possuía uma perspectiva de valorização superior à média;
- A unidade era mais nova do que o apartamento médio do mercado;
- O apartamento era mais bem acabado e mobiliado do que o apartamento típico;
- Etc.

Por esses motivos, é possível que o metro quadrado do apartamento dos nossos sonhos valesse mais do que apenas R\$5.000.

Para chegar à essa conclusão à época de nossa análise, nós teríamos que ter (i) **filtrado** o universo de anúncios por localização, idade do edifício, qualidade da mobília, etc. e (ii) calculado o preço médio por m² de tal subconjunto / recorte do mercado.

MMV: Implementação | *Peer Group*

Conforme acima, o principal desafio acerca de MMV é definir o *peer group* da companhia sob avaliação. Isto é, identificar as empresas comparáveis (i.e. empresas que deveriam negociar ao mesmo múltiplo) àquela alvo da análise.

Os *peers* apropriados para fins de MMV dependem do múltiplo específico escolhido para a análise.

Uma vez escolhido o múltiplo, para definir os parâmetros que deverão guiar a construção do *peer group*, é necessário desagregar o múltiplo em questão em seus fundamentos.

Para ilustrar como destrinchar um múltiplo em seus fundamentos, usemos a razão "**Enterprise Value / UFCF₁**" como exemplo:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{UFCF}_1}$$

Obs.: O subscrito "1" denota que o UFCF no denominador é o Unlevered Free Cash Flow do ano seguinte – i.e. next twelve months ("NTM").

O primeiro passo do processo consiste em reescrever o numerador do múltiplo em função de seu valor intrínseco:

$$\text{Enterprise Value} = \frac{\text{UFCF}_1}{(1+r_{wacc})} + \frac{\text{UFCF}_2}{(1+r_{wacc})^2} + \dots \infty$$

Em seguida, é necessário simplificar a fórmula do valor intrínseco em um fluxo de caixa perpétuo:

$$\text{Enterprise Value} = \frac{\text{UFCF}_1}{r_{wacc} - g}$$

Obs.: Mesmo que uma companhia ainda não tenha atingido um steady state, matematicamente, é possível modelá-la como um fluxo de caixa perpétuo, desde que escolhamos uma taxa, g , que reflita o crescimento médio da companhia (seja ele estável ou não) ao longo de todos os anos subsequentes.

Por fim, para obter a razão "Enterprise Value / UFCF₁", basta dividir ambos os lados da equação acima por UFCF₁:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{UFCF}_1} = \frac{\left(\frac{\text{UFCF}_1}{r_{wacc} - g}\right)}{\text{UFCF}_1}$$

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{UFCF}_1} = \frac{1}{\underbrace{r_{wacc}}_1 - \underbrace{g}_2}$$

Ao apreciar a equação acima, percebemos que o múltiplo "Enterprise Value / UFCF₁" é uma função de:

1. r_{wacc} : O custo de capital ponderado da companhia.
 - Quanto menor o custo de capital ponderado da companhia – quanto menor o risco acerca da geração de UFCF da companhia –, maior o múltiplo "Enterprise Value / UFCF₁" ao qual ela deveria negociar.
2. g : A expectativa de crescimento do fluxo de caixa da companhia.
 - Quanto maior a expectativa de crescimento do UFCF da companhia, maior o múltiplo "Enterprise Value / UFCF₁" ao qual ela deveria negociar.



Na sequência, realizamos o mesmo exercício, porém para a razão "Enterprise Value / EBITDA₁":

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}_1} = \frac{\text{UFCF}_1}{(1 + r_{\text{wacc}})} + \frac{\text{UFCF}_2}{(1 + r_{\text{wacc}})^2} + \dots \infty$$

$$\text{Enterprise Value} = \frac{\text{UFCF}_1}{r_{\text{wacc}} - g}$$

Finalmente, ao dividir ambos os lados da equação acima por EBITDA₁, obtemos:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}_1} = \frac{\left(\frac{\text{UFCF}_1}{r_{\text{wacc}} - g}\right)}{\text{EBITDA}_1}$$



$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}_1} = \frac{\text{UFCF}_1}{\text{EBITDA}_1} * \frac{1}{r_{\text{wacc}} - g}$$

1
2
3

Neste caso, observamos que o múltiplo "Enterprise Value / EBITDA₁" é uma função de:

1. $\text{UFCF}_1/\text{EBITDA}_1$. A proporção de UFCF para EBITDA. Isto é, a capacidade de uma companhia de converter EBITDA em UFCF. Em outras palavras, a intensidade de capital ou necessidade de reinvestimento da companhia.
 - Quanto maior a capacidade de uma companhia de converter R\$1 de EBITDA em UFCF, maior o múltiplo "Enterprise Value / EBITDA₁" ao qual ela deveria negociar.
2. r_{wacc} . O custo de capital ponderado da Companhia.
 - Quanto menor o custo de capital ponderado da companhia – quanto menor o risco acerca da geração de UFCF da companhia –, maior o múltiplo "Enterprise Value / EBITDA₁" ao qual ela deveria negociar.
3. g . A expectativa de crescimento do fluxo de caixa da companhia.
 - Quanto maior a expectativa de crescimento do UFCF da companhia, maior o múltiplo "Enterprise Value / EBITDA₁" ao qual ela deveria negociar.

Por fim, vale destacar que é possível desagregar o múltiplo "Enterprise Value / EBITDA₁" em ainda mais detalhes.

Abaixo, o passo a passo:

- Como ponto de partida, usemos a fórmula que derivamos acima:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}_1} = \frac{\text{UFCF}_1}{\text{EBITDA}_1} * \frac{1}{r_{\text{wacc}} - g}$$

- O próximo passo consiste em reescrever UFCF_1 da seguinte maneira:

$$\text{UFCF}_1 = \text{EBITDA}_1 * \left(1 - \frac{\text{D\&A}}{\text{EBITDA}}\right) * (1 - \tau) - \Delta\text{NWC} - \text{Capex} + \text{D\&A}$$

- Para avançar, é necessário definir:

$$\text{Taxa de Reinvestimento [TR]} = \frac{\Delta\text{NWC} + \text{Capex} - \text{D\&A}}{\text{NOPLAT}_1}$$

- Ao substituir a razão acima na fórmula de UFCF_1 , obtemos:

$$\text{UFCF}_1 = \text{EBITDA}_1 * \left(1 - \frac{\text{D\&A}}{\text{EBITDA}}\right) * (1 - \tau) * (1 - \text{TR})$$

- Na sequência, reconhecamos que a fórmula de ROIC pode ser escrita conforme abaixo:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}_1 - \text{NOPLAT}_0}{\Delta\text{NWC} + \text{Capex} - \text{D\&A}}$$

- Caso dividamos o numerador e denominador por NOPLAT_0 , obtemos:

$$\text{ROIC} = \frac{\left(\frac{\text{NOPLAT}_1 - \text{NOPLAT}_0}{\text{NOPLAT}_0}\right)}{\left(\frac{\Delta\text{NWC} + \text{Capex} - \text{D\&A}}{\text{NOPLAT}_0}\right)}$$

- Simplificando:

$$\text{ROIC} = \frac{g}{\text{TR}}$$

Obs.: A simplificação do numerador presume que a taxa de crescimento do NOPLAT é igual à taxa de crescimento do UFCF, o que não é necessariamente verdade.

$$\text{TR} = \frac{g}{\text{ROIC}}$$

- Ao substituir a razão acima na fórmula de UFCF_1 , obtemos:

$$UFCF_1 = EBITDA_1 * \left(1 - \frac{D\&A}{EBITDA}\right) * (1 - \tau) * \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)$$

- Finalmente, ao inserir a definição de $UFCF_1$ acima na fórmula do múltiplo "Enterprise Value / EBITDA₁", chegamos à seguinte fórmula:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{EBITDA_1} = \frac{EBITDA_1 * \left(1 - \frac{D\&A}{EBITDA}\right) * (1 - \tau) * \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{EBITDA_1} * \frac{1}{r_{wacc} - g}$$



$$\frac{\text{Enterprise Value}}{EBITDA_1} = \frac{\left(1 - \frac{D\&A}{EBITDA}\right) * (1 - \tau) * \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{r_{wacc} - g}$$

Value e Equity Multiples

Há duas classes de múltiplos: *equity* e *value multiples*.

Conforme o próprio nome sugere, *equity multiples* relacionam o valor do patrimônio dos acionistas (i.e. *equity value* ou *market capitalization*) a um *driver* de *equity value* (e.g. lucro líquido, FCFE, *Book Value of Shareholders' Equity*, etc.).

Já *value multiples* comparam o valor dos ativos operacionais de uma companhia (i.e. *EV*) a um *driver* de *enterprise value* (e.g. Receita, EBITDA, EBIT, UFCF, etc.).

Obs.: É fundamental se certificar que o numerador e denominador de um dado múltiplo são compatíveis.

Em específico, caso o numerador do múltiplo seja o *equity value* da empresa, o denominador necessariamente deverá contemplar um fluxo [estoque] atribuível **exclusivamente aos acionistas** (e.g. lucro líquido).

Caso o numerador seja o **enterprise value** da companhia, o denominador obrigatoriamente deverá contemplar um fluxo [estoque] gerado pelos [associado aos] **ativos operacionais da empresa** (e.g. EBITDA).

Desagregando Equity Multiples

Há duas maneiras de desagregar *equity multiples*. A diferença entre os dois métodos reside na definição de *equity value*.

A primeira abordagem é análoga à metodologia sugerida acima para *value multiples*. Em específico, o método define *equity value* como o valor presente de um fluxo de FCFE:

$$\text{Equity Value} = \frac{\text{FCFE}_1}{(1+r_e)^1} + \frac{\text{FCFE}_2}{(1+r_e)^2} + \dots\infty$$

A segunda alternativa define *equity value* como o valor presente de um fluxo de dividendos, i.e. *dividend discount model* ("DDM").

$$\text{Equity Value} = \frac{\text{DIV}_1}{(1+r_e)^1} + \frac{\text{DIV}_2}{(1+r_e)^2} + \dots\infty$$

Abaixo, dois exemplos de como desagregar *equity multiples* com base em um DDM:

- *Price-to-Earnings* ("P/E").

$$\frac{\text{Equity Value}}{\text{Net Income}_1}$$

O primeiro passo consiste em reescrever *equity value* com base em um DDM:

$$\text{Equity Value} = \frac{\text{DIV}_1}{(1+r_e)^1} + \frac{\text{DIV}_2}{(1+r_e)^2} + \dots\infty$$

A segunda etapa consiste em simplificar o fluxo em uma perpetuidade:

$$\text{Equity Value} = \frac{\text{DIV}_1}{r_e - g}$$

Para obter o múltiplo P/E, basta dividir ambos os lados da equação acima por *net income*:

$$\frac{\text{Equity Value}}{\text{Net Income}_1} = \frac{\text{DIV}_1}{\text{Net Income}_1} * \frac{1}{r_e - g}$$

Abaixo, duas definições úteis para simplificar a fórmula do múltiplo P/E:

$$\text{Plowback Ratio (b)} = \frac{(\text{Net Income} - \text{Dividends})}{\text{Net Income}}$$

Obs.: Plowback Ratio (b) é uma medida da taxa de reinvestimento de uma companhia. Em específico, denota a proporção do lucro líquido da companhia que é reinvestida no negócio, ao invés de ser distribuída para os acionistas como dividendos.

$$\text{Growth (g)} = b * \text{ROE}$$

Substituídas as definições acima na fórmula do múltiplo P/E, obtemos:



$$\frac{\text{Equity Value}}{\text{Net Income}_1} = (1-b) * \frac{1}{r_e - b * \text{ROE}}$$

- *Price-to-Book* ("P/B").

Abaixo, realizamos o mesmo exercício para o múltiplo P/B:

$$\frac{\text{Equity Value}}{\text{Book Value of Equity}}$$

$$\text{Equity Value} = \frac{\text{DIV}_1}{(1+r_e)^1} + \frac{\text{DIV}_2}{(1+r_e)^2} + \dots\infty$$

$$\text{Equity Value} = \frac{\text{DIV}_1}{r_e - g}$$

$$\frac{\text{Equity Value}}{\text{BVE}} = \frac{\text{DIV}_1}{\text{BVE}} * \frac{1}{r_e - g}$$

$$\frac{\text{Equity Value}}{\text{BVE}} = \frac{\text{Net Income} * (1 - b)}{\text{BVE}} * \frac{1}{r_e - g}$$

$$\frac{\text{Equity Value}}{\text{BVE}} = \text{ROE} * \frac{(1 - b)}{r_e - g}$$



Trading e Transaction (Acquisition) Multiples

Além da diferença entre *equity* e *value multiples*, vale detalhar também a distinção entre dois “tipos” de múltiplos: *trading* e *transaction multiples*.

Trading multiple significa o múltiplo ao qual uma empresa negocia no mercado. Isto é, o múltiplo implícito à última transação “simples” de compra / venda na bolsa de valores.

Acquisition / transaction multiple refere-se ao múltiplo ao qual uma companhia foi avaliada em uma transação de M&A.



Todo o mais constante, *acquisition multiples* tendem a ser superiores a *trading multiples* por dois principais motivos:

- **Control premium.**

Em uma transação de M&A, via de regra, o comprador adquire o controle da empresa alvo. Há valor em deter o controle de uma companhia (i.e. deter a opção de influir em sua gestão). Por esse motivo, a disposição a pagar do comprador – múltiplo de avaliação – é maior vis-à-vis uma transação minoritária a mercado.

- **Sinergias.**

Em uma transação de M&A entre estratégicos, frequentemente há sinergias a serem colhidas. A depender do poder de barganha da empresa alvo / tensão competitiva da transação, é possível que o comprador seja obrigado a ceder – i.e. pagar por – parte das sinergias para o vendedor.

Por esse motivo, o múltiplo implícito à transação poderá ser superior à precificação da companhia a mercado.

Exercícios

Pergunta #1

XYZ Corp.

| <u>Year</u> | 0 | 1 |
|-----------------------------|--------------|--------------|
| Balance Sheet | | |
| Assets | 2,147 | 2,782 |
| <u>Current</u> | <u>647</u> | <u>1,182</u> |
| Cash & Equivalents | 100 | 582 |
| Short-term Investments | 20 | 20 |
| Accounts Receivable | 288 | 316 |
| Inventory | 240 | 264 |
| <u>Non-current</u> | <u>1,500</u> | <u>1,600</u> |
| Net PP&E | 1,000 | 1,100 |
| Goodwill | 500 | 500 |
| Liabilities | 1,697 | 1,568 |
| <u>Current</u> | <u>338</u> | <u>368</u> |
| Accounts Payable | 240 | 264 |
| Unearned Revenue | 70 | 77 |
| Deferred Tax Liability | 28 | 27 |
| <u>Non-current</u> | <u>1,360</u> | <u>1,200</u> |
| Long-term Debt | 1,360 | 1,200 |
| Shareholders' Equity | 450 | 1,215 |
| Paid-in Capital | 300 | 300 |
| Retained Earnings | 150 | 915 |

| Year | 0 | 1 |
|------------------------------|--------------|--------------|
| Income Statement | | |
| Net Revenues | 3,500 | 3,850 |
| (-) COGS | (1,750) | (1,925) |
| Gross Margin | 1,750 | 1,925 |
| (-) SG&A | (525) | (462) |
| EBITDA | 1,225 | 1,463 |
| (-) D&A | (280) | (270) |
| EBIT | 945 | 1,194 |
| (+/-) Financial Result | (50) | (35) |
| EBT | 895 | 1,159 |
| (-) Income Taxes | 34% (304) | (394) |
| Net Income | 591 | 765 |
| Market Data | | |
| Share Price | 15 | |
| Number of Shares Outstanding | 900 | |

Utilize o BP, DRE e os dados de mercado da XYZ Corp. para responder a pergunta abaixo.

- Calcule os múltiplos $EV/EBITDA_0$ (i.e. LTM), $EV/EBITDA_1$ (i.e. NTM), P/E_0 (i.e. LTM) e P/E_1 (i.e. NTM) da XYZ Corp.

A empresa ABC Corp. está avaliando adquirir a XYZ Corp. A adquirente estima que, ao fundir as companhias, será possível economizar 50% do SG&A da XYZ.

- Partindo do pressuposto que o SG&A da XYZ Corp. cresce a inflação (i.e. 2% a.a.) e presumindo um WACC de 10%, estime o valor da sinergia envolvida na transação.
- À luz do valor da sinergia estimado acima, calcule a disposição máxima a pagar da ABC pela XYZ Corp. e os múltiplos $EV/EBITDA_0$ (i.e. LTM) e $EV/EBITDA_1$ (i.e. NTM) implícitos.

Pergunta #2

Suponhamos que estejamos avaliando uma empresa chamada GAIA. A GAIA possui duas unidades de negócios: *Cars* e *Bikes*.

Abaixo, tabela com algumas das principais métricas financeiras de cada uma das operações da GAIA:

| GAIA | Cars | Bikes |
|-------------------------|------------|------------|
| Margem EBIT | 15% | 8% |
| Capex/NOPLAT | 15% | 4% |
| Alíquota de Impostos | 25% | 25% |
| CAGR ('19-23) | 20% | 30% |
| CAGR ('15-18) | 15% | 20% |
| WACC | 10% | 10% |
| <u>EBIT₁</u> | <u>150</u> | <u>200</u> |

Na sequência, algumas das mesmas métricas financeiras para quatro empresas potencialmente comparáveis, bem como o múltiplo EV/EBIT₁ das mesmas.

| | W | X | Y | Z |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Margem EBIT | 50% | 14% | 15% | 8% |
| Capex/NOPLAT | 15% | 15% | 4% | 5% |
| Alíquota de Impostos | 10% | 25% | 25% | 25% |
| CAGR ('19-23) | 19% | 10% | 28% | 20% |
| CAGR ('15-18) | 35% | 15% | 10% | 20% |
| WACC | 10% | 10% | 10% | 12% |
| <u>EV/EBIT₁</u> | <u>15.3x</u> | <u>12.8x</u> | <u>14.4x</u> | <u>10.2x</u> |

- A partir dessas informações, estime o valor de mercado (*enterprise value*) da GAIA.

Apêndice | Enterprise Value

O termo *Enterprise Value* ("EV") não possui uma definição rigorosa (i.e. há quem discorde sobre como calculá-lo).

Conceitualmente, o EV de uma Companhia representa o valor de seus ativos operacionais alavancados.

À luz de tal definição, o *Enterprise Value* se encaixa no arcabouço teórico que construímos para avaliação de uma empresa da seguinte forma:



Enterprise Value 1

(+) *Value of Unlevered, Operating Assets*

(+) *Value of Financing Side Effects*

(=) *Value of Levered, Operating Assets or Enterprise Value*

(+) *Value of Non-operating Assets*

(=) *Firm Value*

(+) *Debt Value*

(+) *Equity Value*

No entanto, na prática, o EV é calculado da seguinte maneira:



Enterprise Value 2

(+) *Debt Value*

(+) *Equity Value*

(-) *Cash & Cash Equivalents*

(=) *Enterprise Value*

Em outras palavras, a fórmula padrão do EV, assim por dizer, presume (por simplificação) que todo o caixa da Companhia é não operacional.