



# **Avaliação de Empresas e Marcas: Aplicação a um Clube de Futebol**

Mestrado em Finanças Empresariais

Tiago José Remígio Mendes

Leiria, setembro de 2024



# **Avaliação de Empresas e Marcas: Aplicação a um Clube de Futebol**

Mestrado em Finanças Empresariais

Tiago José Remígio Mendes

Dissertação realizada sob a orientação da Professora Doutora Maria João da Silva Jorge, Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Politécnico de Leiria e coorientação da Professora Ana Margarida Gabriel Gonçalves Pereira, Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Politécnico de Leiria.

Leiria, setembro de 2024

## **Originalidade e Direitos de Autor**

A presente dissertação é original, elaborada unicamente para este fim, tendo sido devidamente citados todos os autores cujos estudos e publicações contribuíram para a elaborar.

Reproduções parciais deste documento serão autorizadas na condição de que seja mencionado o Autor e feita referência ao ciclo de estudos no âmbito do qual a mesma foi realizada, a saber: Curso de Mestrado em Finanças Empresariais no ano letivo 2023/2024, da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Politécnico de Leiria, Portugal. Deve também ser efetuada referência à data das provas públicas que visaram a avaliação deste trabalho.

## Dedicatória

Dedico esta dissertação à minha família. Sendo que cada um dos membros desta família apresentaram um papel de extrema importância no que diz respeito à sustentação deste grande desafio da minha vida acadêmica.

As lições de resiliência, o incentivo à aprendizagem e a mentalidade de excelência que me transmitiram têm sido os alicerces sobre os quais construí este estudo. A cada desafio, a cada obstáculo, a vossa crença em mim foi o farol que me guiou.

Nos momentos turbulentos foram a minha âncora e nos momentos de dúvida foram a minha inspiração. Cada conversa, cada conselho e cada gesto de carinho criaram cada vez mais valor para esta investigação.

Por isso, esta tese não é apenas uma reflexão do meu esforço, mas também uma celebração do papel vital que têm na minha vida.

## Agradecimentos

Gostaria de expressar os meus mais sinceros agradecimentos a todas as pessoas que contribuíram de forma significativa para a realização desta tese.

Às minhas orientadoras, Professora Doutora Maria João da Silva Jorge e Professora Ana Margarida Gabriel Gonçalves Pereira, pela orientação perspicaz, pela dedicação incansável e pelo apoio constante ao longo deste percurso. Os seus conselhos e know-how foram fundamentais para a qualidade deste trabalho.

À minha família, cujo apoio incondicional foram a minha força e a minha inspiração. Sem eles, este feito nunca teria sido possível.

Aos amigos e colegas que me acompanharam ao longo deste percurso e que me ajudaram a ultrapassar cada obstáculo.

Por último, mas não menos importante, agradeço a mim mesmo por perseverar e manter o foco mesmo nos momentos mais desafiadores desta jornada.

Cada um de vocês teve um papel essencial na realização deste trabalho e por isso, os meus mais profundos agradecimentos.

## Resumo

A avaliação de empresas e de marcas no mundo do futebol é fundamental para o sucesso desportivo e financeiro. Estas avaliações influenciam decisões estratégicas, atraem investidores e patrocinadores e contribuem para a estabilidade financeira dos clubes. Por isso, compreender o valor intrínseco de uma empresa e de uma marca capacita todos os *stakeholders* a fazerem escolhas estratégicas mais informadas.

A presente dissertação tem como principal objetivo a avaliação do Sporting Clube de Portugal – Futebol, SAD, posicionado no setor de atividades de clubes desportivos. Com esse intuito, e por forma a fornecer uma base sólida para decisões de investimento, pretende-se entender qual o valor intrínseco do clube, recorrendo-se a modelos de avaliação de empresas e de marcas. Acresce ainda que as avaliações foram feitas à data de 30/06/2023, pelo que qualquer acontecimento que tenha acontecido depois desta data não foi considerado neste trabalho.

Numa primeira parte é estudada a temática da avaliação de empresas utilizando o reputado *DCF*, tendo-se optado pelo método do custo médio que utiliza o fluxo de caixa livre, uma vez que se pretende não só obter o valor do capital próprio, mas também o valor da entidade. Para complementar esta análise, recorreu-se ao modelo multivariável de Markham, evidenciado como o modelo ideal para avaliar clubes de futebol.

No que diz respeito à segunda temática, a avaliação de marcas, utilizou-se o modelo do rendimento, mais concretamente o método do *royalty relief*, uma vez que o clube paga royalties pela utilização da marca. Posteriormente, para se obter mais rigor na análise, utilizou-se o modelo de mercado, sendo o múltiplo escolhido o *P/S ratio*.

O estudo é concretizado com uma recomendação de venda/compra, sustentada pela análise dos resultados obtidos, tanto na avaliação do clube como da marca.

Palavras-chave: Avaliação de Empresas; Avaliação de Marcas; Futebol; Sporting SAD.

## Abstract

The valuation of companies and brands in the world of football is fundamental to sports and financial success. These valuations influence strategic decisions, attract investors and sponsors, and contribute to the financial stability of clubs. Therefore, understanding the intrinsic value of a company and brand enables all stakeholders to make more informed strategic decisions.

The main objective of this dissertation is to value Sporting Clube de Portugal - Futebol, SAD, which is positioned in the sports club sector. To this end, and in order to provide a solid basis for investment decisions, the aim is to understand the intrinsic value of the club, using company and brand valuation models. In addition, the valuations have been performed as at 30 June 2023, so that events after that date have not been considered in this work.

The first part deals with the valuation of companies using the well-known discounted cash flow model, opting for the average cost method which uses free cash flow, since the aim is not only to calculate the value of equity but also the value of the entity. This analysis is then complemented by Markham's multivariable model, which has proven to be the ideal model for valuing football clubs.

For the second theme brand valuation, the income model was used, more specifically the royalty relief method, as the club pays royalties for the use of the brand. Then, in order to make the analysis more rigorous, the market model was used, and the multiple chosen was the P/S ratio.

The study is finalised with a recommendation to sell/buy, supported by the analysis of the results achieved, both in terms of the evaluation of the club and the brand.

Keywords: Company Valuation; Brand Valuation; Football; Sporting SAD.

# Índice

<b>Originalidade e Direitos de Autor</b> .....	<b>i</b>
<b>Dedicatória</b> .....	<b>ii</b>
<b>Agradecimentos</b> .....	<b>iii</b>
<b>Resumo</b> .....	<b>iv</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>v</b>
<b>Lista de Figuras</b> .....	<b>ix</b>
<b>Lista de tabelas</b> .....	<b>x</b>
<b>Lista de siglas e acrónimos</b> .....	<b>xi</b>
<b>1. Introdução</b> .....	<b>1</b>
<b>2. Revisão da Literatura</b> .....	<b>3</b>
<b>2.1. Enquadramento do Negócio em Estudo – o Futebol</b> .....	<b>3</b>
<b>2.2. Avaliação de Empresas</b> .....	<b>4</b>
2.2.1. Valor da Empresa no Futebol.....	5
2.2.2. Modelos de Avaliação Passíveis de Aplicação a um Clube de Futebol.....	6
2.2.2.1. Modelo de Fluxos de Caixa Descontados .....	7
2.2.2.1.1. Tipologias dos Fluxos de Caixa .....	8
2.2.2.1.2. Método do Capital Próprio .....	10
2.2.2.1.3. Método <i>APV</i> .....	11
2.2.2.1.4. Método do <i>Compressed APV</i> .....	12
2.2.2.1.5. Método do Custo Médio.....	13
2.2.2.1.6. Limitações do Modelo de Fluxos de Caixa Descontados .....	15
2.2.2.2. Modelo Multivariável de Markham .....	16
<b>2.3. Avaliação de Marcas</b> .....	<b>17</b>
2.3.1. Valor da Marca no Futebol.....	18
2.3.2. Modelos de Avaliação de Marcas Passíveis de Utilização num Clube de Futebol.....	19
2.3.2.1. Modelo do Rendimento .....	20
2.3.2.1.1. Método do <i>Royalty Relief</i> .....	20
2.3.2.2. Modelo de Mercado .....	22
2.3.2.2.1. <i>Price to Sales Ratio</i> .....	23
<b>2.4. Taxa de Atualização</b> .....	<b>23</b>
2.4.1. Beta.....	24
2.4.2. Taxa de Juro Sem Risco .....	24
2.4.3. Prémio de Risco do Mercado .....	25

2.4.4.	Custo do Capital Alheio .....	26
<b>2.5.</b>	<b>Taxa de Crescimento .....</b>	<b>27</b>
2.5.1.	Taxa de Crescimento do Período Previsional.....	27
2.5.2.	Taxa de Crescimento do Período Residual.....	27
<b>2.6.</b>	<b>Valor Residual.....</b>	<b>28</b>
<b>3.</b>	<b>Metodologia.....</b>	<b>30</b>
<b>4.</b>	<b>Sporting Clube de Portugal, SAD .....</b>	<b>32</b>
<b>4.1.</b>	<b>Apresentação da Sociedade Anónima Desportiva .....</b>	<b>32</b>
<b>4.2.</b>	<b>Governo das Sociedades.....</b>	<b>33</b>
<b>4.3.</b>	<b>Performance Económico-financeira .....</b>	<b>34</b>
4.3.1.	Setor.....	34
4.3.2.	Análise Financeira .....	36
4.3.3.	Análise Económica .....	39
4.3.4.	Prazos Médios de Pagamentos e de Recebimentos .....	42
4.3.5.	Rendibilidade.....	43
4.3.6.	Informação Sobre a Ação .....	44
<b>5.</b>	<b>Avaliação .....</b>	<b>45</b>
<b>5.1.</b>	<b>Avaliação da Sporting SAD pelo Modelo de Fluxos de Caixa Descontados.....</b>	<b>45</b>
5.1.1.	Pressupostos Globais .....	46
5.1.2.	Pressupostos Operacionais .....	47
5.1.3.	Pressupostos de Fundo de Maneio.....	47
5.1.4.	Pressupostos de Investimento em Capital Fixo .....	47
5.1.5.	Custo Capital Alheio .....	48
5.1.6.	Custo do Capital Próprio .....	50
5.1.7.	Estrutura Financeira.....	51
5.1.8.	Custo Médio Ponderado do Capital.....	52
5.1.9.	Valor da Sporting SAD.....	53
<b>5.2.</b>	<b>Avaliação da Sporting SAD pelo Modelo Multivariável de Markham.....</b>	<b>54</b>
5.2.1.	As Componentes do Modelo .....	54
5.2.2.	Valor da Sporting SAD.....	56
<b>5.3.</b>	<b>O Valor da Marca Sporting Utilizando o Método do Rendimento.....</b>	<b>57</b>
5.3.1.	Taxa de Royalty.....	58
5.3.2.	Valor da Marca Sporting .....	59
<b>5.4.</b>	<b>O Valor da Marca Sporting Utilizando o Modelo de Mercado.....</b>	<b>60</b>
5.4.1.	<i>P/S Ratio</i> .....	60
5.4.2.	Valor da Marca Sporting .....	60

<b>6. Conclusão .....</b>	<b>62</b>
<b>6.1. Limitações .....</b>	<b>63</b>
<b>6.2. Sugestões para Investigação Futura .....</b>	<b>63</b>
<b>Referências Bibliográficas .....</b>	<b>64</b>

## Lista de Figuras

Figura 1- Modelos de Avaliação .....	6
Figura 2- Passos para a Avaliação .....	7
Figura 3- Fluxos de Caixa .....	9
Figura 4- Resumo dos Métodos do DCF .....	14
Figura 5- Modelos de Avaliação de Marcas .....	19
Figura 6- Estrutura Acionista .....	34
Figura 7- Dimensão das Empresas .....	35
Figura 8- Localização das Empresas .....	36
Figura 9- Ativo e Passivo .....	36
Figura 10- Capitais Investidos .....	37
Figura 11- Liquidez .....	38
Figura 12- Solvabilidade .....	39
Figura 13- Evolução do Volume de Negócios.....	40
Figura 14- Evolução dos Rendimentos com Transações de Jogadores .....	41
Figura 15- Resultados .....	41
Figura 16- Prazos Médios.....	42
Figura 17- Rendibilidade .....	43
Figura 18- Valor Sporting SAD.....	45
Figura 19- Valor da Marca Sporting Clube de Portugal.....	57

## Lista de tabelas

Tabela 1- Remunerações .....	34
Tabela 2- Período Previsional .....	46
Tabela 3- Período Residual .....	46
Tabela 4- Custo do Capital Alheio .....	48
Tabela 5- Empréstimos Obrigacionistas .....	49
Tabela 6- Taxa de Rendibilidade até à Maturidade.....	49
Tabela 7- Taxa de Juro sem Risco .....	50
Tabela 8- Beta .....	50
Tabela 9- Prémio de Risco de Mercado .....	51
Tabela 10- Custo do Capital Próprio.....	51
Tabela 11- Capital Alheio a Valores de Mercado .....	52
Tabela 12- Custo Médio Ponderado do Capital .....	52
Tabela 13- Modelo de Fluxos de Caixa Descontados – Método do Custo Médio.....	53
Tabela 14- Modelo de Fluxos de Caixa Descontados vs Valores de Mercado .....	54
Tabela 15- Capital Próprio Ajustado.....	55
Tabela 16- Transferências Líquidas .....	55
Tabela 17- Rácio de Vitórias.....	55
Tabela 18- Componentes para o cálculo do Modelo Multivariável de Markham.....	56
Tabela 19- Modelo Multivariável de Markham vs Valores de Mercado .....	57
Tabela 20- Taxa Royalty .....	58
Tabela 21- Componentes para o Modelo do Rendimento.....	59
Tabela 22- Modelo do Rendimento.....	59
Tabela 23- Determinação do P/S ratio .....	60
Tabela 24- Determinação do Peso da Marca do SCP.....	60

## Lista de siglas e acrónimos

APV	Valor atual ajustado ( <i>Adjusted present value</i> )
ATJ	Antes da transferência de jogadores
CAE	Código atividade económica
CAPEX	Investimento em capital fixo ( <i>Capital expenditures</i> )
CAPM	Modelo de avaliação de ativos financeiros ( <i>Capital asset pricing model</i> )
CCF	<i>Capital cash flow</i>
CDS	<i>Credit default spread</i>
DCF	Modelo de fluxo de caixa descontados ( <i>Discounted cash flow model</i> )
EBIT	Resultados operacionais ( <i>Earnings before interest and taxes</i> )
ESTG	Escola Superior de Tecnologia e Gestão
EUA	Estados Unidos da América
FCFE	Fluxo de caixa livre para o acionista ( <i>Free cash flow to equity</i> )
FCF	Fluxo de caixa livre ( <i>Free cash flow</i> )
FCP	Futebol Clube do Porto
FIFA	<i>Fédération internationale de football association</i>
IRC	Imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas
ISO	<i>International Organization for Standardization</i>
KPI	Indicador chave de desempenho ( <i>Key performance indicator</i> )
OT	Obrigações do Tesouro
PIB	Produto interno bruto
PMP	Prazo médio de pagamentos
PMR	Prazo médio de recebimentos
PSI	<i>Portuguese Stock Index</i>
ROA	Rendibilidade do ativo
RCP	Rendibilidade dos capitais próprios
SAD	Sociedade Anónima Desportiva
SCB	Sporting Clube de Braga
SCP	Sporting Clube de Portugal

SDS	<i>Sovereign Default Spread</i>
SLB	Sport Lisboa e Benfica
USD	Dólar Americano ( <i>United States dollar</i> )
VALA	Valor atual líquido ajustado
VMOC	Valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis
VN	Volume de negócios
YTM	Taxa de rendibilidade até à maturidade ( <i>Yield to maturity</i> )

# 1. Introdução

A indústria do futebol tem apresentado alterações significativas, tendo-se verificado um grande crescimento a nível global nos últimos anos, motivo este que incentivou o estudo/análise deste mercado.

No entanto, muitas pessoas optam por não investir em clubes de futebol. Primeiro, o investimento em clubes de futebol é considerado arriscado, pois o desempenho financeiro dos clubes pode ser afetado por fatores imprevisíveis, como resultados desportivos e flutuações nas receitas. Além disso, a gestão dos clubes pode ser complexa e, muitas vezes há falta de transparência. A volatilidade do mercado do futebol e o envolvimento emocional dos adeptos são outras razões que desencorajam os investidores. Por fim, as pessoas podem preferir investir em setores mais estáveis e previsíveis, onde o risco é menor e os retornos potenciais são mais seguros.

Assim, a presente dissertação, para além de acrescentar valor à literatura já existente, visa ajudar os investidores a tomarem melhores decisões, uma vez que estes precisam de entender o valor intrínseco de uma empresa antes de decidirem alocar os seus recursos financeiros. Permite também ajudar os líderes empresariais na tomada de decisões estratégicas, porquanto estes precisam de entender o valor da sua empresa para tomar decisões fundamentadas sobre expansão, diversificação e entrada em novos mercados. Com base nessa avaliação, as decisões podem ser tomadas de forma mais informada, ajudando a impulsionar o sucesso e o crescimento sustentável das empresas.

Desta forma, pretende-se avaliar, segundo os diferentes modelos que existem, se é recomendado investir em um clube de futebol, mais precisamente no Sporting Clube de Portugal. No entanto, sabe-se que a indústria do futebol é instável, uma vez que os resultados desportivos influenciam os respetivos resultados financeiros. Assim, tal situação vai ser verificada quando se fizer a comparação entre o preço da ação do clube que se encontra cotada na *Euronext Lisbon* e o valor por ação obtido a partir do modelo de fluxos de caixa descontados, reportado ao dia 30 de junho de 2023. Com base neste pressuposto, irá verificar-se se a ação se encontra sobrevalorizada ou subvalorizada. Concretiza-se a análise com o principal intuito de ajudar os investidores a decidirem se devem comprar ou vender a mesma, com uma informação mais fundamentada.

Aquando da determinação do valor da Sporting SAD, irá tentar perceber-se quanto é que deste valor tem influência da marca. De entre os vários modelos para avaliação de marcas, julgou-se mais apropriado o modelo do *Royalty Relief* que se enquadra no grupo de modelos do método do rendimento. Para obter mais rigor na análise, irá também ser complementado com o cálculo do valor da marca pelo método de mercado.

O presente trabalho segue a seguinte estrutura: Na fase inicial é efetuada uma revisão de literatura acerca das especificidades deste tema, colocando o enfoque no modelo *DCF* para avaliação de empresas e no modelo do rendimento para a avaliação de marcas. De seguida, no capítulo 3 apresenta-se a metodologia que irá ser utilizada para este estudo. No capítulo 4 irá ser efetuada uma análise da Sporting SAD e do setor onde se insere. De seguida é efetuada a avaliação propriamente dita e finalmente, a conclusão que apresenta não só limitações como também sugestões de melhoria.

## 2. Revisão da Literatura

Este capítulo encontra-se organizado em seis subpontos. No primeiro é efetuado um enquadramento do negócio em estudo, que neste caso é o futebol. Posteriormente exhibe-se a importância da avaliação de empresas e os modelos existentes, não só de um modo geral, como também aplicado ao futebol. No que diz respeito a estes modelos, apresenta-se o modelo de fluxos de caixa descontados (*DCF*) e o Modelo Multivariável de Markham, referido por alguns autores como sendo o modelo ótimo para avaliar clubes de futebol. Num terceiro subponto é efetuada uma análise à importância das marcas numa perspetiva global e numa perspetiva desportiva. Discute-se ainda os modelos existentes para avaliar marcas, sendo que se escolheu o método do rendimento como método primário e para acrescentar mais rigor à análise, o método de Mercado. No quarto subponto é apresentado um dos parâmetros mais importantes em qualquer avaliação: a taxa de atualização. De seguida aborda-se o tema da taxa de crescimento e por fim, como sexto e último subponto, analisa-se brevemente a temática do valor residual.

### 2.1. Enquadramento do Negócio em Estudo – o Futebol

No último século, o futebol evoluiu de apenas um simples desporto praticado por diversão para uma indústria que gera riqueza (Talović et al., 2016). No mesmo sentido, Ribeiro e Lima (2012) afirmam que os clubes de futebol se têm tornado mais do que simples organizações de desporto. Estes tornaram-se ao longo dos anos, grandes empresas com grandes receitas associadas com o aumento dos bilhetes, taxas de transferência e premiações.

Para se ter noção da grande dimensão que é este desporto, estimativas sugerem que existiam em 2006 cerca de 265 milhões de jogadores registados em todo o mundo, sendo 270 milhões se contarmos com árbitros e oficiais (FIFA, 2007). Para além disso, Murray e Murray (1998) destacam que o futebol é um dos poucos desportos jogados em todas as partes do mundo.

O futebol é comumente considerado o desporto mais popular do mundo (Hoffman et al., 2002). Já Coelho (2004) e Koning (2009) apontam o futebol como sendo o desporto rei, sendo que atingiu uma popularidade incomparável a uma dimensão soberba. Chegando mesmo a apelar-se de *“people’s game”* (Morrow, 1999, p. 2).

O futebol já não é apenas um jogo, é uma parte fundamental da indústria desportiva global. Sendo que os clubes de futebol transformaram o jogo num negócio que envolve muito riqueza, através da comercialização do próprio jogo, dos seus jogadores e de todos os produtos relacionados (Sakinç et al., 2017). No entanto, apesar do aumento da orientação para o negócio dos clubes de futebol, este continua a apresentar traços sociais que o distingue de toda a atividade da economia e é por isto que se torna tão interessante o estudo do negócio que é o futebol (Morrow, 2003).

Em Portugal, o futebol está intrínseco na cultura portuguesa e, devido a esse facto, à sua identidade (Coelho & Tiesler, 2006). Segundo Gaspar et al. (1982) a difusão e o desenvolvimento deste desporto na comunidade portuguesa e também em outros países, conferiram-lhe um estatuto que o coloca atualmente entre os principais elementos distintivos do país.

Adicionalmente, Sakinç et al. (2017) afirma que o significado de sucesso no campo desportivo e no campo financeiro são dois conceitos diferentes. Na mesma linha, Senaux (2008) sustenta que os negócios no futebol requerem grandes quantidades de capital e, mesmo sendo administrados por empresários ou gestores de sucesso, a maioria dos clubes tem resultados financeiros insatisfatórios. Assim, pode concluir-se que este negócio, que é o futebol, pode ser considerado um negócio especial devido às necessidades de alcançar dois objetivos distintos simultaneamente, ou seja, sucesso em campo e o sucesso no desempenho empresarial (Guzman, 2006).

## **2.2. Avaliação de Empresas**

De um modo geral, o valor de uma empresa pode variar em função de características distintas dos compradores. A avaliação está no cerne do que se faz em finanças, quer seja no estudo da eficiência de mercados e questões sobre o governo das sociedades, ou na comparação de diferentes regras para se tomar as melhores decisões de investimento (Damodaran, 2005).

A avaliação desempenha um papel essencial em diversas áreas das finanças, como, por exemplo, nas finanças empresariais, nas aquisições e fusões e também na gestão de carteiras (Damodaran, 2012). Nesse sentido, a avaliação de empresas é composta por duas abordagens, sendo a primeira objetiva, onde se reflete o valor da empresa com base em modelos de avaliação e a segunda subjetiva, onde a experiência do avaliador e a sua habilidade de capturar a realidade são fundamentais (Fazzini, 2018).

Muitas vezes o valor de uma empresa é um conceito complicado, por isso é necessário definir o termo com o máximo de precisão. Assim, a avaliação de uma empresa depende fortemente e passo a citar: “*what is being valued, for whom, for what purpose, and how?*” (Pereiro, 2002, p. 34).

Os indivíduos investem com a expectativa de, no futuro, quando ocorrer uma possibilidade de venda, o valor do investimento tenha crescido substancialmente ao ponto de compensar o custo pelo risco ocorrido (Koller et al., 2010). A avaliação é a estimação do valor de um ativo baseado em variáveis que se encontram relacionadas com rendimentos futuros, na comparação entre ativos similares ou até mesmo em estimativas de liquidação imediata. Devido a este facto, possuir conhecimentos na temática de avaliação de ativos é tremendamente importante para se ter sucesso em cada investimento (Pinto, 2010).

A necessidade de avaliar o negócio está subjacente ao desenvolvimento económico e à globalização da economia, que é acompanhada por grandes movimentos de capital para países que se encontram em crescimento. No entanto, a determinação do valor de uma empresa é algo difícil, dada também a subjetividade do conceito de valor (Miciuła et al., 2020).

Para Fernández (2023) a avaliação de uma empresa pode possuir vários propósitos, como, por exemplo, auxiliar nas operações de compra e venda de empresas, dando ao comprador o preço mais alto que deve pagar e, por outro lado, ao vendedor o preço mais baixo pelo qual deve de vender. Para além disso, permite também efetuar avaliações a empresas cotadas, com o intuito de comparar o valor obtido com o preço das ações no mercado de ações e assim decidir se deve de vender, comprar ou manter as ações.

### **2.2.1. Valor da Empresa no Futebol**

Geckil et al. (2007) afirmam que a maioria dos clubes desportivos não são empresas de capital aberto. São entidades de capital fechado, sendo que têm transações de propriedade pouco frequentes. Assim, quando os clubes de futebol se tornam públicos, podem atrair interesse tanto dos adeptos quanto de investidores à procura da maximização do lucro (Edvardsen & Furulund, 2020).

Logo, para estimar o valor de uma empresa desse tipo, um analista geralmente utiliza uma abordagem pelo rendimento para estimar o valor de mercado, tendo em conta as condições da indústria, da economia, da própria organização, do desempenho financeiro passado, do

desempenho futuro projetado e em outros fatores, sempre na tentativa de prever os ganhos futuros para um proprietário (Geckil et al., 2007). Nesse sentido, para Solntsev (2014) no futebol pode-se utilizar o modelo de fluxo de caixa descontado (*DCF*) apenas para clubes de futebol grandes e populares, com fluxos de caixa positivos. No entanto, cada setor tem propriedades particulares que influenciam o processo de avaliação.

Scelles et al. (2014) afirmam que a Forbes publica o valor apenas para 20 clubes de futebol europeus e não é claro sobre o cálculo exato e a metodologia utilizada. Assim, uma solução será aplicar um método mais preciso para avaliar os clubes de futebol, o modelo multivariável de Markham. Além disso, nos últimos anos houve um progresso tremendo no interesse dos adeptos de futebol pelas finanças dos seus clubes. Nesse sentido, enfrenta-se a necessidade de um modelo de avaliação moderno, que leve em consideração as especificidades do futebol como um negócio (Solntsev, 2014).

Já para Markham (2013) ser capaz de avaliar um ativo adequadamente é imperativo para todo investidor racional. Esse sentimento não é diferente quando se trata de investir em um clube de futebol.

### 2.2.2. Modelos de Avaliação Passíveis de Aplicação a um Clube de Futebol

De forma a se entender melhor quais os modelos que existem para avaliar empresas em termos gerais exibe-se a Figura 1.

**Figura 1**

#### *Modelos de Avaliação*

Modelos de Avaliação	
Modelo dos Fluxos de Caixa Descontados	Relaciona o valor de um ativo com o valor presente dos seus fluxos de caixa futuros (Fernández, 2023).
Relativa	Pressupõe a estimação do valor de um ativo, observando o preço de ativos comparáveis em relação a uma variável comum, como por exemplo o volume de negócios (Pacheco et al. , 2021).
Liquidação e contabilidade	É construída a partir dos ativos existentes de uma empresa, sendo que as estimativas contabilísticas são usadas como base (Neves, 2002).
Opções Reais	Utiliza-se modelos para avaliar o valor do ativo, sendo os modelos mais conhecidos o modelo binomial e o modelo de Black-Scholes (Damodaran, 2012).

*Fonte:* Autoria Própria.

Atualmente, os Fluxos de Caixa Descontados é um modelo de avaliação geralmente utilizado e considerado conceitualmente correto. Neste modelo observa-se a capacidade de a empresa

gerar fluxos de caixa e o valor da mesma é obtido calculando o valor presente desses fluxos usando uma taxa de desconto adequada ao risco (Fernández, 2023). De acordo com um estudo empírico efetuado por Imam et al. (2008) em relação aos modelos de avaliação utilizados por analistas de investimentos no Reino Unido, concluiu-se que a maioria prefere um modelo mais sofisticado, como é o caso do modelo *DCF*. No mesmo sentido, para Koller et al. (2010) continua a ser o modelo preferido para os académicos, uma vez que se concentra nos fluxos de entrada e saída da empresa em detrimento dos ganhos baseados na contabilidade.

Por outro lado, Markham (2013) destacou a necessidade de levar em consideração, para avaliar os clubes de futebol, não apenas as variáveis financeiras tradicionais, mas também algumas variáveis não financeiras específicas do mercado de futebol. O seu estudo propõe uma metodologia alternativa para a avaliação de sociedades anónimas desportivas, que se denomina de Modelo Multivariável de Markham.

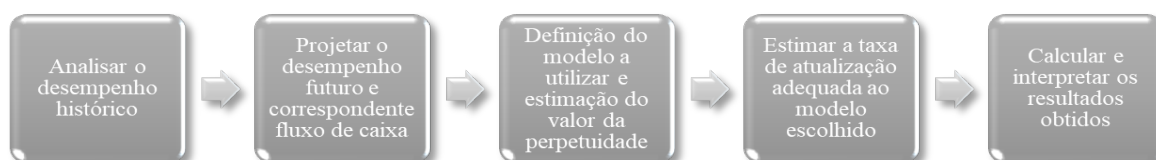
### 2.2.2.1. Modelo de Fluxos de Caixa Descontados

Na avaliação de empresas, quando se utiliza o modelo *DCF*, o valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa expectáveis que esse ativo irá gerar, descontados a uma taxa que deve refletir o risco desses mesmos fluxos de caixa (Damodaran, 2005; Fernández, 2023; Steiger, 2008).

No que diz respeito ao modelo *DCF*, segundo Fernández (2023) são cinco os passos para se concretizar a avaliação de uma empresa. Os passos são exibidos na Figura 2.

**Figura 2**

*Passos para a Avaliação*



*Fonte:* Autoria Própria.

Por norma, na utilização do modelo *DCF* consideram-se dois períodos. Sendo que o primeiro período se designa de período previsional, onde os fluxos de caixa são estimados potencialmente para os próximos 5 anos (Fazzini, 2018). Já o segundo período, também

designado de período residual, induz o cálculo de um valor residual/terminal. No cálculo do valor terminal, pode assumir-se que a empresa atingiu um estado estacionário após uma fase de previsão explícita (Dierkes & Maeyer, 2022).

Também Fernández (2023) estabelece que a vida da empresa é dividida em dois períodos: o período previsional e o período residual. O autor assume também que o valor empresa é obtido através da soma do valor atual do período previsional e do valor atual do período residual. Assim, a fórmula matemática geral é explícita na Equação 1.

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_2}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n} \quad (1)$$

Em que:

- $CF_i$  representa o fluxo de caixa gerado pela empresa no momento  $i$ ;
- $CF_n$  representa o fluxo de caixa gerado pela empresa no momento  $n$ ;
- $k$  representa a taxa de atualização adequada ao risco dos fluxos de caixa;
- $VR_n$  representa o valor residual da empresa no momento  $n$ .

Embora os fluxos de caixa possam ter uma duração indefinida, pode ser aceitável ignorar o seu valor após um certo período, uma vez que o valor presente diminui progressivamente com horizontes temporais mais longos. Se bem que, por outro lado, a vantagem competitiva de muitos negócios tende a desaparecer após alguns anos. Antes de se entrar com mais detalhe nos diferentes métodos de avaliação baseados no modelo *DCF*, devemos primeiro definir os diferentes tipos de fluxo de caixa que podem ser utilizados numa avaliação (Fernández, 2023).

#### 2.2.2.1.1. Tipologias dos Fluxos de Caixa

Para Steiger (2008) existem duas tipologias de fluxos de caixa:

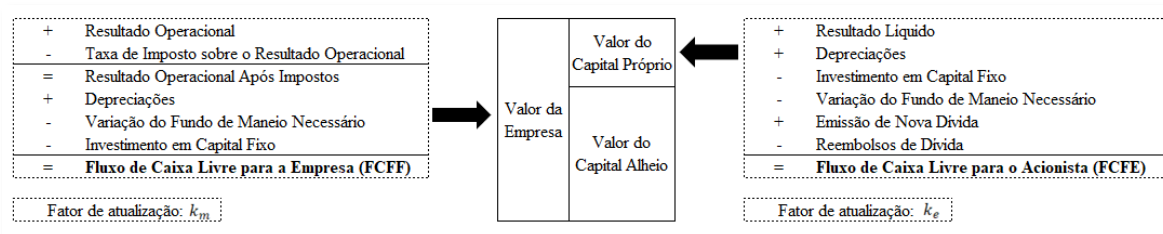
- (1) Fluxo de caixa livre para o acionista (*FCFE - Free cash flow to equity*), que se designa como sendo o fluxo de caixa disponível para os acionistas. Pelo que este fluxo de caixa utiliza valores nos quais os pagamentos de juros já foram deduzidos;
- (2) Fluxo de caixa livre para a empresa (*FCF - Free cash flow*), que se designa como sendo o fluxo de caixa disponível para ambas as entidades financiadoras da empresa, obrigacionistas e acionistas. Ao usar-se este fluxo de caixa, todos os *inputs* devem ser baseados na contabilidade e são calculados antes de quaisquer pagamentos de juros serem feitos aos detentores de dívida.

Para Damodaran (2014) o valor do capital próprio baseado no *FCFE*, resultará em uma estimativa mais realista do valor do capital próprio, especialmente no contexto de uma aquisição. No entanto, para Steiger (2008) usar o *FCF* como base para a análise resultará no valor da empresa. Assumindo ainda que no caso de uma aquisição, o adquirente geralmente assume todas as responsabilidades, tanto dívida quanto capital próprio, será então mais relevante a utilização do *FCF* em detrimento do *FCFE*.

Com base em Damodaran (2006) é possível calcular os dois tipos de fluxos de caixa, conforme exibido na Figura 3.

**Figura 3**

### *Fluxos de Caixa*



Fonte: Adaptado de Fazzini (2018).

Para Pacheco et al. (2021) os *FCFE* representam os fluxos de caixa residuais após o cumprimento de todas as obrigações financeiras e de todas as necessidades de investimento, quer seja com o intuito de manutenção ou de criação de novos ativos para o crescimento futuro. Já os *FCF* representam os fluxos de caixa residuais após a cobertura de todas as necessidades de investimento, independentemente da forma de financiamento.

No entanto, de acordo com um estudo realizado por Bhandari e Adams (2017) existem outras formas de calcular os fluxos de caixa disponíveis tanto para os acionistas como para os obrigacionistas, como é o caso de Cornett et al. (2012), Brigham e Houston (2009) e Ross et al. (2013). Para estes autores, o Fluxo de caixa operacional permanecerá inalterável após os ajustes efetuados nas componentes de investimento, também denominado de *IOC* (*Investment in Operating Capital*).

Para além disso, é importante evidenciar que Kaplan e Ruback (1995) fazem referência a outro tipo fluxo de caixa, denominado de *Capital cash flow (CCF)* que, segundo os autores, transmitem informação idêntica à informação contida no fluxo de caixa livre para a empresa.

No entanto, o *CCF* considera o imposto resultante do benefício fiscal dos juros. Já o *FCF* considera apenas o imposto calculado sobre o resultado operacional:

$$CCF = FCF + Juros \times t \quad (2)$$

Em que:

-  $t$  representa a taxa de imposto sobre o rendimento da empresa;

De acordo com Damodaran (2014) a aplicação do modelo de fluxo de caixa descontado, independentemente do método a utilizar, resume-se à estimativa de quatro inputs: os fluxos de caixa atuais, uma taxa de crescimento esperada para fluxos de caixa, um momento no tempo em que a empresa estará a crescer a uma taxa que se possa sustentar indefinidamente e uma taxa de atualização a ser usada na atualização desses fluxos de caixa.

#### 2.2.2.1.2. Método do Capital Próprio

No modelo dos capitais próprios, o valor da entidade corresponde ao valor atual dos *FCFE*, exibindo assim uma medida do valor monetário disponível para os detentores do capital da empresa (Couto, 2022). Adicionalmente, segundo Neves (2002) os fluxos de caixa devem ser atualizados à taxa de custo de capital ajustada ao risco correspondente, que, de acordo com Yeşildağ e Talaycı (2022) por se tratar de fluxos de caixa disponíveis apenas para os acionistas, é o custo do capital próprio ou a taxa de retorno mínima exigida pelos mesmos.

Neves (2002) afirma que a taxa de rendibilidade exigida pelos acionistas deve de compensar ambos os tipos de risco: o risco de negócio e o risco financeiro. Nesse sentido, para Couto (2022) e Fernández (2023) a taxa de rendibilidade adequada ao nível de risco do investimento corresponde à taxa de atualização, que deve ser determinada com base em modelos de equilíbrio de ativos financeiros, como é o exemplo do *CAPM* (*capital asset pricing model*). Assim, para Pacheco et al. (2021) é possível calcular o custo do capital próprio ( $k_e$ ) da seguinte forma:

$$k_e = r_f + \beta \times [r_m - r_f] \quad (3)$$

Em que:

- $r_f$  representa a rendibilidade de um ativo sem risco;
- $\beta$  representa o risco sistemático do ativo;
- $r_m$  representa a rendibilidade esperada do índice de mercado;

-  $[r_m - r_f]$  representa o prémio de risco do mercado.

Uma vez que já se obteve o *FCFE* e o custo do capital próprio, resta-nos concretizar o cálculo do valor do capital próprio. Assim, para Damodaran (2012), o cálculo do valor do capital próprio é obtido a partir da seguinte fórmula genérica:

$$\text{Valor do Capital próprio}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} \quad (4)$$

Em que:

- $FCFE_t$  representa o fluxo de caixa livre para o acionista no momento  $t$ ;
- $k_e$  representa o custo do capital próprio;

### 2.2.2.1.3. Método *APV*

O método VALA (Valor atual líquido ajustado, na nomenclatura anglo-saxónica *Adjusted present value*) separa as decisões de investimento e financiamento, baseando-se no princípio da aditividade (Luehrman, 1997). Este método é considerado por Neves (2002) como o melhor para avaliar empresas com vários negócios e em fase de reestruturação de ativos. Adicionalmente, consegue adaptar-se às variações de endividamento porque incorpora o valor criado pela dívida e reflete a variação da estrutura de capital no período de avaliação.

Neste método, o valor da empresa é calculado ao somar dois valores: por um lado, o valor atual da empresa assumindo que a empresa não possui dívida e, por outro lado, o valor atual do benefício fiscal obtido pelo facto de a empresa ser financiada com dívida (Fernández, 2023; Pinto, 2010).

O valor presente da poupança fiscal surge do facto de a empresa estar a ser financiada com dívida e é a consequência específica do menor imposto pago pela empresa, como resultado dos juros pagos sobre a dívida em cada período. Segundo Fernández (2023) vários autores sugerem usar o custo de mercado da dívida, que não necessariamente precisa ser a taxa de juros pela qual a empresa contratou sua dívida.

A primeira tentativa de isolar o efeito dos benefícios fiscais do endividamento foi feita por Modigliani e Miller (1963). Estes autores avaliaram o valor presente das poupanças fiscais com dívida como uma perpetuidade, utilizando o custo da dívida como taxa de atualização.

Contudo, a abordagem do valor presente ajustado na sua forma atual foi apresentada pela primeira vez por Myers (1974) com a intenção de analisar a ligação entre as decisões de investimento e financiamento, conforme o exibido na Equação 5.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + k_u)^t} + \sum_{n=1}^{\infty} \frac{(k_d \times CA \times t)_n}{(1 + k_d)^n} \quad (5)$$

Em que:

- $FCF_t$  representa o fluxo de caixa livre para a entidade no momento  $t$ ;
- $k_u$  representa o custo do capital económico;
- $k_d$  representa o custo do capital alheio;
- $CA$  representa o capital alheio;
- $t$  representa a taxa de imposto sobre o rendimento.

O custo económico ( $k_u$ ) representa o retorno exigido pelos investidores numa empresa sem dívidas. Assim, o acionista exige apenas um prémio de risco para compensar o risco de negócio, uma vez que não existe risco financeiro devido à ausência de dívidas (Fernández, 2023; Neves, 2002). Assim, o mesmo pode ser calculado de acordo com Modigliani e Miller (1963):

$$k_u = \frac{k_e + k_d \times \frac{CA}{CP} \times (1 - t)}{1 + \frac{CA}{CP} \times (1 - t)} \quad (6)$$

Em que:

- $CA$  representa o capital alheio;
- $CP$  representa o capital próprio;
- $k_e$  representa o custo do capital próprio;
- $k_d$  representa o custo do capital alheio.

#### 2.2.2.1.4. Método do *Compressed APV*

De acordo com Kaplan e Ruback (1995) e Fernández (2023) o valor de uma empresa, quando se trata de aplicar o método do *Compressed APV*, é igual ao valor atual do seu *Capital cash flow (CCF)* atualizado pelo custo médio ponderado dos capitais antes de impostos ( $k_{m BT}$ ):

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CCF_t}{(1 + k_{m,BT})^t} \quad (7)$$

Com  $k_{m,BT}$ :

$$k_{m,BT} = \frac{CP \times k_e + CA \times k_d}{CP + CA} \quad (8)$$

Para Damodaran (2005) este método difere do tradicional método *APV*, principalmente no uso da poupança fiscal, que é descontada ao custo médio do capital antes de impostos em detrimento do custo do capital alheio. Kaplan e Ruback (1995) justificam a sua abordagem observando que os valores que obtêm são muito semelhantes aos valores obtidos usando empresas comparáveis. No entanto, ao usar-se este método, chega-se à conclusão de que uma empresa vale mais com um rácio de endividamento maior.

#### 2.2.2.1.5. Método do Custo Médio

O método do Custo Médio representa uma medida de desempenho que traduz a tesouraria gerada pela empresa no seu todo, depois de todas as despesas e investimentos, antes da função financeira (Couto, 2022). Já no que diz respeito à taxa de desconto aplicada aos *FCF*, de acordo com Damodaran (2012) e Neves (2002) será o custo médio ponderado do capital ( $k_m$ ) que se calcula da seguinte forma:

$$k_m = \frac{CP}{CI} \times k_e + \frac{CA}{CI} \times k_d \times (1 - t) \quad (9)$$

Em que:

- *CP* representa o capital próprio;
- *CA* representa o capital alheio;
- *CI* representa os capitais investidos (capital próprio + capital alheio);
- $k_e$  representa o custo do capital próprio;
- $k_d$  representa o custo do capital alheio;
- $t$  representa a taxa de imposto sobre o rendimento.

Desta forma, e atendendo ao referido por Damodaran (2012) o valor da empresa de acordo com o método do custo médio, pode ser escrito como o valor atual dos fluxos de caixa livres esperados para a empresa e que podem ser traduzidos pela seguinte expressão matemática genérica:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + k_m)^t} \quad (10)$$

Em que:

- $FCF_t$  representa o fluxo de caixa esperado para a empresa no momento  $t$ ;
- $k_m$  representa o custo médio ponderado do capital.

De acordo com Pinto (2010) e Couto (2022) como o  $FCF$  é o fluxo de caixa disponível para todos os fornecedores de capital, usar o  $k_m$  para descontar o  $FCF$  fornece o valor total de todo o capital da empresa. Assim, se quisermos conhecer o valor do capital próprio, é necessário aplicar a seguinte fórmula:

$$\text{Valor do Capital Próprio} = \text{Valor da Empresa} - \text{Valor de Mercado do Capital Alheio} \quad (11)$$

Existem mais métodos para avaliar empresas através do  $DCF$ . No entanto, Fernández (2006) mostrou que todos os dez métodos avaliados no seu estudo forneceram sempre o mesmo valor. Este resultado é lógico, pois todos os métodos analisam a mesma realidade sob as mesmas hipóteses, diferindo apenas nos fluxos de caixa escolhidos como ponto de partida para a avaliação. Assim, para se dar como concluído esta análise, apresenta-se de seguida a Figura 4, que exhibe um resumo de todos os métodos que se analisaram integrados na metodologia do  $DCF$ .

**Figura 4**

*Resumo dos Métodos do DCF*

Perspetiva de Avaliação	Sócios ou Acionistas	Entidade			
	FCFE	FCFF	FCFF	Poupança Fiscal	CCF
Taxa de Atualização $r_0$	Custo do capital próprio ( $k_e$ )	Custo médio do capital ( $k_m$ )	Custo do capital económico ( $k_u$ )	Custo do capital alheio ( $k_d$ )	Custo médio do capital antes de impostos ( $k_{mBT}$ )
<b>DCF</b>	<b>Método do Capital Próprio</b>	<b>Método do Custo Médio</b>	<b>Método do APV</b>		<b>Método do Compressed APV</b>

Fonte: Adaptado de Neves (2002).

### 2.2.2.1.6. Limitações do Modelo de Fluxos de Caixa Descontados

Para Yeşildağ e Talaycı (2022) o modelo dos fluxos de caixa possui critérios de decisão claros e consistentes para todas as avaliações. No entanto, a incerteza dos resultados futuros, a variabilidade dos fluxos de caixa no período de projeção, a existência de várias fontes de risco empresarial e a variabilidade do risco da empresa ao longo do tempo são fatores que influenciam significativamente o valor de uma empresa. Além disso, apresentam um conjunto de dificuldades, nomeadamente na sua mensuração: (1) a duração do período de vida da empresa; (2) no cálculo da taxa de atualização; (3) na definição do fluxo de caixa a estimar para a perpetuidade e (4) no cálculo da taxa de crescimento dos fluxos de caixa (Pacheco et al., 2021).

Para Kramná (2014) existem algumas questões que não devem ser descuradas no modelo de fluxos de caixa descontados como a grande dependência sobre o custo médio ponderado do capital e o cálculo do valor residual. Verifica-se que pequenas alterações nestas variáveis têm um impacto considerável no valor final da empresa. Por essa razão, o método *DCF* pode ser facilmente manipulado pelo analista.

Fazendo agora a ponte para a avaliação de clubes de futebol, Solntsev (2014) assume que o principal problema ao aplicar o modelo *DCF* para avaliar clubes de futebol é falta a lucratividade consistente. Tradicionalmente, a maioria dos clubes opera com prejuízo. E mesmo para aqueles que são lucrativos, é extremamente difícil prever os resultados financeiros futuros, dada a natureza imprevisível do jogo em termos de resultados desportivos. Esse problema torna-se ainda mais preocupante com o valor residual, uma vez que se assume que após o final do período de projeção, as receitas ficarão estáveis e crescerão a uma taxa estável até à perpetuidade. Para finalizar, surge o cálculo da taxa de atualização, onde se deve levar em conta todos os riscos específicos do clube de futebol e atribuir a cada um deles uma percentagem específica.

Nesta linha, já foram realizados alguns estudos, como o de Perechuda e Čater (2021), que sustentaram que os clubes desportivos apresentam idiosincrasias exclusivas e por isso mesmo, os métodos tradicionais não conseguem espelhar o verdadeiro valor de uma equipa desportiva.

### 2.2.2.2. Modelo Multivariável de Markham

De acordo com Markham (2013) a avaliação de ativos é crucial no mundo financeiro. A perspectiva subjacente de todos os investidores racionais é otimizar continuamente os seus investimentos. Portanto, ser capaz de avaliar corretamente um ativo é imperativo para todo o investidor racional. Este sentimento não é diferente quando se trata de investir em um clube de futebol. Para se conseguir entender como funciona este modelo, repartiu-se a explicação da Equação 12 em 4 pontos:

$$V_{clube} = (VN + CP) \times \frac{(RL + VN)}{VN} \times Oc. Estádio \div Rácio Salários \quad (12)$$

(1) Adiciona-se à capacidade de o clube de futebol gerar receitas ( $VN$ ) o valor do capital próprio ( $CP$ ), uma vez que estes sustentam a capacidade do clube gerar receitas, tanto no presente como no futuro e, conseqüentemente, constituem a base do modelo de avaliação;

(2) O valor combinado das receitas e do capital próprio é multiplicado pelo valor do resultado líquido do clube ( $RL$ ) acrescido às receitas ( $VN$ ) e dividido pelas receitas ( $VN$ ). O valor total obtido representa a lucratividade de um clube em comparação com as suas receitas totais;

(3) O valor total obtido anteriormente é então multiplicado pela percentagem média de utilização do estádio ( $Oc. Estádio$ ), que ilustra a eficácia com que o clube está a utilizar o seu ativo diferenciador. De evidenciar que quanto maior a utilização do estádio, maior será a valor da avaliação;

(4) Por fim, o valor total é dividido pela proporção dos salários em relação às receitas do clube ( $Rácio Salários$ ). Isto ilustra a capacidade do clube de controlar as suas despesas principais e quanto menor a percentagem, maior será o valor de avaliação final do clube.

O artigo de Markham (2013) considera os diversos modelos existentes, aplicando-os aos clubes da *Premier League* e chega a resultados muito diversos que mostram o desafio que é avaliar um clube de futebol. Para Chauhan e Khairnar (2020) a indústria apresenta características totalmente diferentes dos restantes setores. Pelo que o Modelo Multivariável de Markham apresenta flexibilidade nas variáveis da fórmula que podem ser ajustadas para refletir o contexto de cada clube.

### 2.3. Avaliação de Marcas

Segundo Aaker (1991) o valor da marca é definido como a soma dos ativos e passivos associados a um nome e símbolo de uma marca, que somam ou subtraem, valor a um produto ou serviço de uma empresa ou aos seus consumidores. De acordo com a Brand of Finance (2023) o objetivo de uma marca forte passa por atrair clientes e construir lealdade. Mas, infelizmente, a maioria das organizações não aproveita as oportunidades de fazer uso efetivo do que muitas vezes são os seus ativos mais importantes, mais concretamente os intangíveis.

Atualmente, existe um consentimento generalizado de que as marcas desempenham um papel importante na sustentação do desempenho financeiro dos negócios. Com a crescente competição em praticamente todas as indústrias, as marcas fortes ajudam as empresas a comunicar os seus produtos e serviços de forma única, satisfazendo as necessidades dos seus clientes (Haigh & Knowles, 2004).

A importância da marca tem sido cada vez mais reconhecida no mercado, o que levou a uma mudança substancial no valor de mercado de algumas empresas em relação ao seu valor contabilístico. Apesar de o valor de mercado de uma empresa ter aumentado, a contribuição da marca e o seu valor específico permanecem pouco claros e raramente foram quantificados de forma específica (Antic et al. 2008).

De acordo com a literatura existente, o valor da marca pode ser medido tanto numa perspetiva financeira (Simon & Sullivan, 1993) como numa perspetiva do consumidor (Aaker, 1991). Segundo Huang (2015) o valor da marca é um conceito cada vez mais importante na prática empresarial. Para Araujo et al. (2023) a avaliação de marcas é muito exclusiva porque cada marca é única e tem uma vida útil indefinida.

Nunes e Haigh (2003) afirmam que a marca é um fator crucial para o sucesso das empresas, pelo que os investidores começaram a compreender que a marca é um ativo e não só uma questão de imagem. Assim, as marcas podem causar um tremendo impacto na performance financeira das empresas ao criar uma ligação com os seus *stakeholders*, nomeadamente através da lealdade dos consumidores. No mesmo sentido, Wood (2000) reforça que as marcas devem de ser geridas como ativos valiosos e de longo prazo e que para se alcançar uma marca de sucesso, a relação entre fidelidade da marca e o valor da marca precisa de ser reconhecida.

### **2.3.1. Valor da Marca no Futebol**

Bouchet et al. (2013) afirmam que as marcas desportivas são as marcas favoritas dos consumidores. Hoje, as marcas desportivas são marcas muito fortes e acarretam grandes benefícios pelos seus produtos de sucesso, a sua imagem e os valores que representam. A globalização fez com que existisse um aumento da competitividade, reforçando o papel e o poder das marcas. No mesmo sentido, Underwood et al. (2001) assume que a indústria do desporto contempla níveis extremamente elevados de identificação entre o consumidor e a oferta que o mercado apresenta.

Com a expansão global do futebol e a sua crescente comercialização, os clubes de futebol enfrentam inúmeros desafios dentro deste ambiente complexo e dinâmico. É por isso que uma marca forte é frequentemente o ativo mais valioso de um clube de futebol (Toma & Catanã, 2021).

As marcas de futebol também estão cercadas por uma rede mais ampla de partes interessadas. Enquanto uma marca tradicional pode ter um desempenho abaixo do esperado e receber reclamações dos clientes, esses pequenos problemas podem passar despercebidos pela maioria dos clientes e não têm um grande impacto na reputação da marca. Já as marcas de futebol estão muito expostas ao público. Além dos sócios, os proprietários e diretores do clube muitas vezes são os fãs que estão intensamente envolvidos no clube (Bridgewater, 2010).

No contexto do futebol, Manoli e Kenyon (2018) afirmam que as marcas são únicas, oferecendo uma proposta de valor e um conjunto de benefícios que são inimitáveis e, portanto, incomparáveis com qualquer outra marca na mesma categoria. Embora a funcionalidade seja raramente discutida, as marcas de futebol se destacam pelos benefícios técnicos e de imagem que possuem, sem fazer uma comparação direta ou indireta com os seus concorrentes.

A capacidade de a marca criar valor representa uma importante vantagem competitiva na indústria do futebol atual. Nesse sentido, os clubes de futebol, especialmente os grandes, estão constantemente a procurar alternativas de fortalecer a sua marca para satisfazer as necessidades dos fãs leais e atrair novos (Toma & Catanã, 2021).

A força de uma marca é normalmente relacionada com a sua capacidade de fazer com que os consumidores escapem da realidade e se conectem com o imaginário e o conteúdo simbólico. E isso é algo que os clubes desportivos fazem muito bem (Bouchet et al., 2013).

Para Lucena e Casaca (2015) assim como em muitas outras indústrias, as marcas fortes desempenham um papel importante na indústria do futebol, impulsionando as vendas para os clubes que as possuem. Os valores financeiros das marcas não são quantificados nas demonstrações financeiras, o que significa que a sua quantificação fornece dados financeiros importantes.

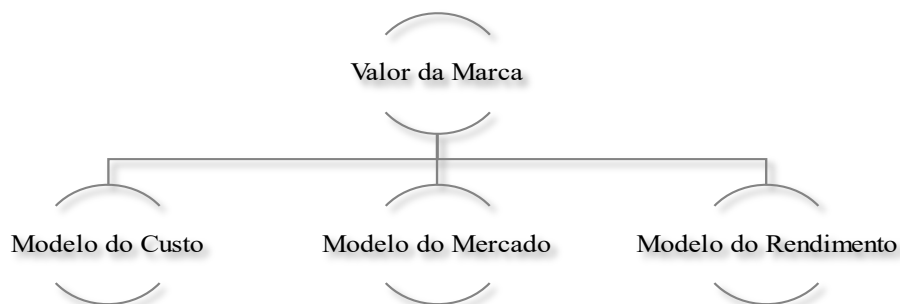
Segundo Salinas (2009) as abordagens para avaliar as marcas financeiramente podem ser categorizadas como estáticas e dinâmicas, as quais em ambos os casos são diferenciadas com base na orientação de custos, mercado e rendimentos. Para Nunes e Haigh (2003) os três métodos mais comuns na avaliação de marcas é o método do custo, o método do mercado e por último, o método do rendimento.

### 2.3.2. Modelos de Avaliação de Marcas Passíveis de Utilização num Clube de Futebol

A partir do momento em que se tornou claro que as marcas, mais do que definir uma identidade, geravam valor para um negócio, passou a ser essencial arranjar formas de avaliar que valor é esse que as marcas trazem para um negócio. E foi para trazer alguma homogeneidade a essa análise que foi definida uma norma ISO (ISO Standard No. 10668:2010) para as avaliações de marcas. Nunes e Haigh (2003), Salinas e Amber (2009), Huang (2015) e Parr (2018) concordam que existem 3 óticas de avaliação de marcas, conforme exibido na Figura 5.

**Figura 5**

*Modelos de Avaliação de Marcas*



*Fonte:* Autoria própria.

A ótica do mercado baseia-se na comparação com o preço pago por outros compradores no mercado por marcas semelhantes, seja em termos de força de marca, de produtos e serviços comercializados sob essa marca ou em termos da sua situação económica e legal.

Já a ótica do custo fundamenta-se no valor investido na construção da marca ou no custo que uma empresa teria em reconstruir a marca desde o início.

Finalmente, a ótica do rendimento traduz-se no cálculo do valor presente dos benefícios económicos que se espera obter da marca durante a sua vida útil.

De acordo com Temporal (2002) o modelo baseado no custo é raramente utilizado porque o custo de criar uma marca tende a se aproximar do seu valor corrente. O modelo baseado na comparação com o mercado pode revelar-se insatisfatório como primeiro método de avaliação da marca, uma vez que existe escassez de dados e também devido à exclusividade da marca. No entanto, este método pode ser utilizado para complementar o método primário, que é normalmente o modelo do rendimento (Aaker, 1991).

### **2.3.2.1. Modelo do Rendimento**

De acordo com Salinas e Amber (2009) o modelo do rendimento é baseado na premissa de que os fluxos de caixa futuros atribuíveis a uma marca ditam o seu valor para o proprietário ou para um potencial investidor. Por isso, requer a identificação das receitas, rendimentos ou fluxos de caixa futuros atribuíveis à marca e a sua redução ao valor presente. A tradução dos fluxos de caixa futuros em valores atuais é alcançada identificando uma taxa de desconto que considera os riscos inerentes ao fluxo de caixa previsto, resultando numa fase final no valor da marca (Haigh, 1999).

Nesta senda, vários autores defendem que o método do *Royalty Relief* é o método mais adequado (Abratt & Bick, 2003; Nunes & Haigh, 2003; Salinas & Ambler, 2009).

#### **2.3.2.1.1. Método do *Royalty Relief***

Este método baseia-se na premissa de que uma empresa teria de pagar royalties a uma terceira entidade para usufruir do privilégio de utilizar a marca. Por outro lado, se a empresa possuísse a marca, então a mesma não teria qualquer encargo com a mesma. Então, a posse do ativo intangível liberta a empresa do pagamento da taxa *royalty*, motivo pelo qual surge o termo *relief*. A ideia fundamental é a de que o valor de uma marca pode ser calculado a

partir do valor presente dos benefícios económicos futuros provenientes dos pagamentos de *royalties* (Nunes & Haigh, 2003; Salinas, 2009; Temporal, 2002). No entanto, este método fornece pouco entendimento sobre como e onde a marca está a criar valor. É, no entanto, um bom método para a avaliar a marca, com o objetivo de evidenciar o seu valor nas demonstrações financeiras ou simplesmente para efeito de impostos (Temporal, 2002).

De acordo com Duguleana e Duguleana (2014) o valor presente dos pagamentos de *royalties* pela propriedade da marca é calculado usando uma taxa de *royalties*. Essa taxa é determinada com base nos dados disponíveis sobre acordos de licenciamento para marcas comparáveis, o mais próximo possível das características e dimensão da marca analisada.

Nunes e Haigh (2003) e Abratt e Bick (2003) evidenciam que é difícil estimar uma taxa *royalty* apropriada para uma marca, uma vez que esta taxa varia em função de variações relativamente a impostos, lucros esperados e circunstâncias de mercado em momentos distintos. São estes alguns dos motivos para a complexidade da sua estimação. No mesmo sentido, Legland et al. (2019) afirmam que ainda não existe um consenso para a determinação desta taxa. No entanto, Smith e Parr (1994) afirmam que a maneira mais fácil de conseguir obter a taxa *royalty* é através da estimação de uma percentagem das vendas, que se mantém constante durante o período da licença.

Assim, para Abratt e Bick (2003) e Salinas (2009) a metodologia envolve:

- (1) Identificar a base subjacente para o cálculo da marca, como por exemplo, o volume de negócios, geralmente com um período de 3 a 5 anos;
- (2) Determinar uma taxa de *royalties* apropriada;
- (3) Multiplicar a taxa de *royalties* pela previsão do volume de negócios associados à marca usando comparáveis do setor;
- (4) Aplicar a componente fiscal em todos os momentos do tempo;
- (5) Estabelecer uma taxa de crescimento na perpetuidade, vida esperada e taxa de atualização para a marca.

Para Bagna et al. (2017) a estimativa derivada pela *Brand of Finance* é coerente com o método do *Royalty Relief*. Esta abordagem requer a mensuração das receitas futuras atribuíveis a uma marca e a estimativa de uma taxa de *royalties* (*royalty rate*) que seria cobrada pelo uso da marca:

$$V_m = \sum_{t=1}^T \frac{RR \times VN_t \times (1 - t)}{(1 + k_m)^t} + \frac{RR \times VN_{T+1} \times (1 - t)}{k_m - g} \times \frac{1}{(1 + k_m)^T} \quad (13)$$

Em que:

- $RR$  representa a taxa de royalty;
- $VN_t$  representa o volume de negócios da empresa no momento  $t$ ;
- $T$  o número de anos do período previsional;
- $VN_{T+1}$  representa o volume de negócios da empresa no momento  $T+1$ ;
- $K_m$  representa o custo médio ponderado do capital;
- $g$  representa a taxa de crescimento do volume de negócio na perpetuidade;
- $t$  representa a taxa de imposto sobre o rendimento.

Smith e Parr (1994) assumem que o modelo do rendimento utiliza informação do mercado para calcular, por exemplo, a taxa de atualização. O modelo de mercado, por sua vez, baseia-se em decisões dos investidores, no qual conseguem obter provavelmente a maior parte das informações através dos rendimentos. Assim, para utilizar o modelo de mercado é necessário investigar o volume de negócios de outras empresas comparáveis para então conseguir ter sucesso neste modelo.

### 2.3.2.2. Modelo de Mercado

Como foi mencionado anteriormente, as comparações baseadas no mercado são insatisfatórias como modelo principal de avaliação de uma marca, porque os dados comparativos são escassos e as marcas são exclusivas. No entanto, quando disponíveis, as comparações de mercado são úteis para testar avaliações primárias (Haigh, 2000). Salinas e Ambler (2009) acrescentam que uma abordagem baseada no mercado é provavelmente a abordagem mais confiável, uma vez que envolve a identificação de transações de marcas em mercados semelhantes sendo comparadas para determinar um valor de mercado. Além disso, é muito útil quando o principal objetivo é vender a marca (Abratt & Bick, 2003).

Ou seja, o modelo de mercado baseia-se na estimativa do valor pelo qual uma marca pode ser vendida. No entanto, este método requer a capacidade de determinar um valor de mercado e para isso acontecer, a empresa em questão tem que possuir capital aberto. No que diz respeito a comparações entre marcas, é mais realista pertencerem ambas ao mesmo mercado (Cravens & Guilding, 1999). No mesmo sentido, para Smith e Parr (1994) é necessário

existir atividade no mercado em determinado setor e facilidade de acesso a informações fundamentais para analisar uma entidade.

### 2.3.2.2.1. *Price to Sales Ratio*

De acordo com Pacheco et al. (2021) o rácio *Price to Sales Ratio (P/S)* pode ser calculado a partir da seguinte expressão:

$$P/S = \frac{\text{Cotação Atual}}{\text{VN por ação}} \quad (14)$$

Este rácio proporciona a relação entre o valor de mercado da ação e o valor contabilístico representado pelas vendas por ação dos capitais investido em determinada empresa.

De acordo com Damodaran (2012) podemos utilizar o indicador *Price to Sales Ratio (P/S)* com o intuito de valorizar o efeito criado por uma marca, comparando os indicadores de duas empresas semelhantes de marcas distintas. Assumindo então que:

$$V_{\text{empresa}} = P/S \times VN \quad (15)$$

O efeito da marca no valor da empresa x, comparativamente ao valor da empresa y, é dada pela seguinte expressão:

$$V_{\text{marca}} = (P/S_{\text{empresa}_x} - P/S_{\text{empresa}_y}) \times VN_x \quad (16)$$

## 2.4. Taxa de Atualização

Pode-se definir o custo de oportunidade do capital como sendo a rendibilidade que um investidor poderia obter num investidor com risco similar. Assim, a taxa de atualização de fluxos financeiros futuros incorpora duas variáveis fundamentais: a rendibilidade e o risco (Neves, 2002; Pacheco et al. 2021).

Fernández (2023) assume que nas avaliações baseadas no modelo *DCF*, deverá ser determinada uma taxa de atualização adequada para cada tipo de fluxo de caixa. Nesse sentido, a determinação da taxa de atualização reveste-se de primordial importância.

### 2.4.1. Beta

Vários autores, entre eles Pratt e Grabowski (2014) referem que o processo padrão de estimação do beta de mercado ou histórico envolve a estimação do modelo de mercado de Sharpe (1964) entre a rentabilidade das ações da empresa e as rentabilidades do índice de mercado.

Acresce ainda que, de acordo com um estudo apresentado por Blume (1975), os coeficientes de betas estimados por regressões tendem, no longo prazo, a convergir para a média dos coeficientes beta de longo prazo, ou seja, 1. Assim, o modelo a aplicar para ajustar o beta de mercado será o seguinte:

$$Beta\ ajustado = \frac{2}{3} \times \beta + \frac{1}{3} \times 1 \quad (17)$$

### 2.4.2. Taxa de Juro Sem Risco

Normalmente, é a taxa de juro das dívidas assumidas pelo Estado, como a taxa de juro até à maturidade (*YTM*) dos bilhetes de tesouro para o curto prazo ou a *YTM* das obrigações de tesouro para o longo prazo (Couto, 2022; Pacheco et al., 2021).

Já Neves (2002) e Koller et al. (2010) afirmam que as obrigações do tesouro são títulos que se podem caracterizar como não tendo risco de incumprimento, no entanto, estão sujeitas ao risco de taxa de juro. Além disso, é consensual que os avaliadores utilizem a taxa de rentabilidade até à maturidade (*YTM*) das obrigações do tesouro com maturidade igual a 10 anos.

Damodaran (2014) afirma que não é a localização de uma empresa que determina a escolha da taxa de juro sem risco, mas sim a moeda em que os fluxos de caixa da empresa são estimados. Acresce ainda que é frequente que as obrigações do tesouro não sejam totalmente isentas de risco, existindo assim o *Country Default Risk*. Pelo que existem 3 possíveis abordagens para a sua identificação e respetivo ajustamento:

- (1) Se o país de denominação da moeda da análise possuir obrigações do tesouro denominadas em USD, deveremos utilizar a *YTM* destas OT a 10 anos, e compará-la com a *YTM* das OT dos *USA*, com referência ao mesmo dia. Da sua diferença resultará o *Country Default Risk*;
- (2) Utilização do *CDS Spread (Credit Default Swap Spread)*;

- (3) Utilização do *SDS (Sovereign Default Spread)* obtido pela conversão do *rating* soberano emitido pela *Moody's* ou pela *Standard & Poors*.

É importante mencionar que se o *rating* atribuído for de *Aaa*, não existe lugar ao *Country Default Risk* e assim não é necessário fazer qualquer tipo de ajustamento. Por outro lado, caso seja feito o ajustamento à taxa de juro sem risco a escolha irá recair na taxa mais baixa de acordo com as diferentes abordagens.

### 2.4.3. Prémio de Risco do Mercado

É habitualmente utilizado com referência a dados históricos e representa a diferença entre a taxa média esperada pelas ações no mercado e a média da taxa dos ativos sem risco (Pacheco et al., 2021). De acordo com a metodologia proposta por Damodaran (2023b) o prémio de risco do mercado maduro, nomeadamente países com *rating* atribuído pela *Moody's* de *Aaa* não têm risco-país. Já os restantes países que não possuem *rating* *Aaa* são considerados mercados emergentes, pelo que é necessário efetuar um ajustamento:

$$ERP = ERPM + Country\ risk\ premium \quad (18)$$

Em que:

- ERP representa o prémio de risco total;
- ERPM representa o prémio de risco do mercado maduro.

No entanto, Damodaran (2023b) tem preferência no uso do prémio de risco das ações do mercado americano no que diz respeito ao prémio de risco do mercado maduro. Para o cálculo do *Country risk premium*, de acordo com Damodaran (2023a) é necessário adicionar ao *Country Default Spread*, estimado através do *SDS (Sovereign Default Spread)* ou do mercado *CDS Spread (Credit Default Swap Spread)*, um prémio de risco adicional derivado da volatilidade do mercado de ações relativamente ao mercado de obrigações do país em estudo:

$$Country\ risk\ premium = Country\ Default\ Spread \times \left( \frac{\sigma_{ações}}{\sigma_{obrigações}} \right) \quad (19)$$

Em que:

- $\sigma_{ações}$  representa a volatilidade do mercado de ações do país em questão;
- $\sigma_{obrigações}$  representa a volatilidade do mercado de obrigações do país em questão.

#### 2.4.4. Custo do Capital Alheio

Para Couto (2022) a estimação deste custo de capital exige ter em conta algumas condicionantes, como o nível atual das taxas de juro, o nível do risco de incumprimento da entidade e o efeito da economia fiscal. No entanto, para Damodaran (2012) e Neves (2002) a maneira mais simples de obter o custo do capital alheio é através das obrigações colocadas no mercado pela empresa.

Existe ainda outra abordagem que é a do rating sintético, que permite classificar as empresas tendo em conta o seu rácio de cobertura de encargos financeiros. Damodaran (2012) avalia o risco da empresa através de um rating sintético a partir do rácio de cobertura de encargos financeiros, diferenciando a dimensão das empresas:

$$\text{Cobertura de Encargos Financeiros} = \frac{EBIT}{\text{Encargos Financeiros}} \quad (20)$$

No que diz respeito ao *Country default spread*, uma das abordagens sugeridas por Damodaran (2012) é a utilização do *SDS (Sovereign default spread)* obtido pela conversão do rating soberano emitido pela *Moody's* ou pela *Standard & Poors*.

Assim, o custo do capital alheio concretiza-se pela soma da taxa de juro sem risco ( $r_f$ ) ao spread de crédito, também denominado como spread de incumprimento da empresa (*Company default spread*), obtido através do rating sintético e pela soma do spread de incumprimento do país (*Country default spread*). A expressão final vem dada pela Equação 21:

$$k_d = r_f + \text{Country Default Spread} + \text{Company Default Spread} \quad (21)$$

Para além de toda a informação exposta, Pacheco et al. (2021) acrescentam que se existirem diversos tipos de crédito com custos diferenciadores, o cálculo do custo do capital alheio deverá ser efetuado ponderando cada tipo de crédito com o respetivo custo.

## 2.5. Taxa de Crescimento

### 2.5.1. Taxa de Crescimento do Período Previsional

Fazzini (2018) defende que um avaliador deve certificar-se de que os resultados esperados são consistentes com os resultados passados. Então, para a determinação dos fluxos de caixa previsionais irá utilizar-se uma taxa de crescimento histórica calculada através dos dados históricos. As alternativas passíveis de serem utilizadas são a taxa média aritmética ( $g_a$ ) ou a taxa média geométrica ( $g_g$ ). Sendo que esta última, para Damodaran (2006) apresenta muito mais rigor e precisão relativamente ao verdadeiro crescimento das receitas.

De acordo com Neves (2002) existem algumas restrições para a aplicação destas taxas:

- (1) Quando os resultados líquidos são negativos e depois passam a positivos, a taxa de crescimento aritmética não faz sentido;
- (2) Quando o primeiro resultado líquido é negativo, não é possível determinar a taxa de crescimento geométrica.

Assim, e de acordo com o autor referenciado anteriormente, quando se pretende estimar a evolução dos resultados, em regra, utiliza-se a taxa de crescimento geométrica em relação ao volume de negócios:

$$g_g = \left(\frac{V_n}{V_o}\right)^{1/n} - 1 \quad (22)$$

Em que:

- $g_g$ , representa a taxa de crescimento geométrica;
- $V_n$ , representa o volume de negócios no ano  $n$ ;
- $V_o$ , representa o volume de negócios no ano atual;
- $n$ , representa o número de anos em análise.

### 2.5.2. Taxa de Crescimento do Período Residual

Para a determinação da taxa de crescimento do período residual, também denominada como taxa de crescimento sustentável, utiliza-se a seguinte fórmula adotada por Damodaran (2016) na perspetiva do acionista:

$$g = (1 - d) \times ROE \quad (23)$$

Em que:

- *ROE* representa a rentabilidade dos capitais próprios;
- $b = (1-d)$  representa a taxa de reinvestimento;
- $d$  representa a taxa de distribuição de dividendos.

Da mesma forma, para a determinação da taxa de crescimento do período residual, adotando a perspectiva da entidade, encontra-se a taxa de crescimento dos resultados operacionais, segundo Damodaran (2016):

$$g_u = \frac{EBIT}{Ativo} \times (1 - t) \times b \quad (24)$$

Partindo do pressuposto que todos os resultados não distribuídos são reinvestidos na empresa, é necessário ajustar a taxa de crescimento sustentável (Pereiro, 2002). Assim, a taxa de reinvestimento ( $b$ ) deve ser calculada através da seguinte expressão:

$$b = \frac{CAPEX + \Delta NFM - Depreciações - Aumento do endividamento}{Resultado Líquido} \quad (25)$$

Em que:

- CAPEX representa o investimento em capital fixo;
- $\Delta NFM$  representa a variação do fundo de manei necessário.

Como alternativa, calculou-se a taxa de crescimento da economia a partir da seguinte fórmula:

$$g_n = (1 + PIB) \times (1 + taxa\ de\ inflação) - 1 \quad (26)$$

Segundo Couto (2022) a taxa de crescimento sustentável corresponde à taxa de crescimento constante que se verifica a partir de determinado momento. Neves (2002) e Damodaran (2005) acrescentam que no período de continuidade deve utilizar-se uma taxa de crescimento que seja realista, não devendo ser superior à taxa de crescimento da economia.

## 2.6. Valor Residual

De acordo com Fazzini (2018) existem dois tipos de fluxos de caixa previsionais:

- (1) Os fluxos de caixa durante o período de previsão explícita (três a cinco anos);
- (2) Os fluxos de caixa que vão para além do período de previsão explícita, sendo que se admite que a empresa não termina no último ano previsto, mas espera-se que continue operacional nos anos futuros.

Para Fernández (2023) o valor residual da empresa no ano  $n$  pode ser calculado descontando os fluxos futuros após esse período. Um procedimento simplificado para considerar uma duração indefinida dos fluxos futuros após o ano  $n$  é assumir uma taxa de crescimento constante ( $g$ ) dos fluxos após esse período. Nesse sentido, Neves (2002) e Damodaran (2012) afirmam que é frequente assumir a continuidade da empresa por tempo indeterminado e uma taxa de crescimento sustentável. Assim, com base nessa mesma continuidade e de fluxos crescentes a uma taxa constante, a fórmula é a seguinte:

$$VR_n = \frac{CF_{n+1}}{(k - g)} \quad (27)$$

Em que:

- $CF_{n+1}$  representa o fluxo de caixa no momento  $n+1$ ;
- $k$  representa o custo do capital;
- $g$  representa a taxa de crescimento dos fluxos de caixa no período residual.

Convêm evidenciar que o cálculo do valor residual é crucial para a avaliação de uma empresa, uma vez que o valor presente advindo dos seus fluxos de caixa futuros representa uma elevada percentagem no valor total da entidade (Pinto, 2010).

### 3. Metodologia

O presente estudo tem como base as demonstrações financeiras da Sporting SAD, empresa cotada na *Euronext Lisbon* e com presença no índice PSI-Geral. Pretende-se estabelecer a ligação entre a literatura existente sobre a avaliação de empresas e avaliação de marcas, e efetuar a aplicação a uma empresa real, mas neste caso em concreto a um clube de futebol. Assim, foi essencial definir qual a metodologia de investigação a utilizar neste estudo, pelo que se conclui que, de acordo com Ponte (2006) o mais adequado seria um estudo de caso.

De acordo com a revisão da literatura realizada e com o intuito de atingir o objetivo do trabalho, irá estimar-se o valor intrínseco das ações da Sporting SAD reportado a 30/06/2023, com recurso ao modelo *DCF* na ótica da entidade. Ou seja, optou-se pelo uso do *FCF*, o que leva à utilização do método do custo médio, uma vez que se assume que a estrutura de capital irá ser constante. De seguida, promove-se a subtração do valor da dívida financeira para se obter o valor do capital próprio. Optou-se por este método para se conseguir perceber também quanto vale a empresa como um todo e também pela unanimidade que existe na literatura face a este método de avaliação de empresas. No que diz respeito ao período histórico, este compreende os anos de 2014 a 2023.

Esta análise irá ser complementada com a utilização do Modelo Multivariável de Markham, cuja utilização tem sido defendida para avaliar os clubes de futebol devido ao facto de utilizar indicadores chave de desempenho (*KPIs*) específicos da indústria. Tal facto acontece porque o modelo *DCF* requer clareza sobre a lucratividade e confiabilidade das previsões operacionais, ambos os parâmetros desafiadores para clubes de futebol, dadas a inconsistência na lucratividade e a imprevisibilidade do desempenho da equipa em campo.

Devido à crescente importância que as marcas têm vindo a desenvolver ao longo dos anos e à dificuldade que existe na literatura existente em criar uma ligação entre o marketing e as finanças, irá tentar perceber-se qual é o valor da marca Sporting Clube de Portugal. Sendo que existem vários modelos para avaliação de marcas, optou-se para este estudo pelo modelo do Rendimento, mais concretamente pelo método *Royalty Relief* e também pelo modelo de mercado.

A avaliação da Sporting SAD será composta por 5 fases, de forma a obter os valores mais adequados. Sendo assim, as fases do estudo de caso são:

### **(1) Apresentação da Sporting SAD**

Numa primeira instância do estudo, o intuito é entender o modelo de negócio do clube de futebol em questão. Para isso irá proceder-se à identificação dos produtos e serviços, governo das sociedades e a sua performance económico-financeira.

### **(2) Avaliação pelo Modelo de Fluxos de Caixa Descontados**

Numa segunda parte irá desenvolver-se o modelo escolhido com o apoio do *Microsoft Excel* e com o Relatório e Contas da Sporting SAD, disponibilizado no site oficial do clube. De seguida irão ser estimados os *FCF* com base em pressupostos definidos para o resultado operacional, taxa de imposto, depreciações/amortizações, provisões e perdas por imparidade, investimento em ativo fixo bruto e investimento em necessidades de fundo de maneiio. Aquando da estimação dos *FCF*, estes serão descontados à taxa de atualização definida ( $k_m$ ) com base em informação publicamente disponível utilizando a base de dados Damodaran (2023) e o site *Yahoo Finance*.

### **(3) Avaliação pelo Modelo Multivariável de Markham**

Numa terceira fase irá desenvolver-se o modelo desenvolvido por Markham (2013). Esta avaliação irá ser desenvolvida no Microsoft Excel e com apoio do Relatório e Contas da Sporting SAD. No entanto, irá ser utilizado o *Transfermarkt* para se ajustar os *inputs* do modelo.

### **(4) Avaliação da Marca pelo Modelo do Rendimento**

Com recurso ao método do *royalty relief* irá estimar-se o valor da marca SCP. Esta mesma avaliação utilizará os mesmos recursos mencionados na avaliação do modelo *DCF*.

### **(5) Avaliação da Marca pelo Modelo de Mercado**

E por fim, irá também utilizar-se múltiplos de mercado (*P/S ratio*) para determinar o valor da marca.

## 4. Sporting Clube de Portugal, SAD

Este capítulo está dividido em 3 subpontos. Em primeiro lugar é feita uma apresentação do Sporting Clube de Portugal, SAD. Posteriormente introduz-se o governo da sociedade, analisando-se a estrutura acionista da SAD e a sua estrutura geral, bem como os salários obtidos pelo Conselho de Administração. No terceiro e último subponto efetua-se um enquadramento do setor e uma análise da performance económico-financeira do clube, realizando-se uma análise económica, financeira e do risco, com o intuito de entender como está a saúde da entidade desportiva. No último subponto, apresentam-se informações sobre as ações do Sporting Clube de Portugal, SAD, cotadas na bolsa de Lisboa, *Euronext Lisbon*.

### 4.1. Apresentação da Sociedade Anónima Desportiva

O Sporting Clube de Portugal (SCP) é um dos principais clubes de futebol de Portugal e tem uma história rica e bem estabelecida. Fundado em 1 de julho de 1906, José Alvalade tinha o desejo de transformar o Sporting num "grande clube, tão grande como os maiores da Europa". Os primeiros "sportinguistas" fundaram o Sporting Clube de Portugal, perseguindo os ideais de "esforço, dedicação, devoção e glória". Hoje, passado mais de um século, o clube tem a sua sede em Lisboa e a equipa principal joga no Estádio José de Alvalade, situado na mesma cidade, que tem capacidade para 50.095 espetadores. É também conhecido por ser um dos "três grandes" clubes em Portugal, a par do Sport Lisboa e Benfica (SLB) e Futebol Clube do Porto (FCP).

As equipas e atletas do Sporting ganharam nove medalhas olímpicas, foram conquistadas 42 taças europeias em sete modalidades distintas, bem como diversos títulos nacionais e distritais. No Museu Sporting encontram-se em exposição mais de duas mil taças e troféus de trinta e duas modalidades desportivas que refletem a riqueza do percurso do clube. Apesar de competir em vários desportos, o Sporting é conhecido, nomeadamente, pela sua equipa de futebol, que conquistou 23 títulos nacionais e uma "Taça dos Vencedores das Taças" a nível internacional.

A sigla "SAD" refere-se à Sociedade Anónima Desportiva, que é a forma jurídica adotada pelo clube desde 1997, pelo que esta mudança permitiu uma gestão mais profissionalizada e uma estrutura organizacional mais sólida, sendo que esta é responsável pela administração

do futebol profissional do clube. Esta evolução fez parte do esforço para modernizar a gestão do futebol português e tornar os clubes mais competitivos no panorama europeu.

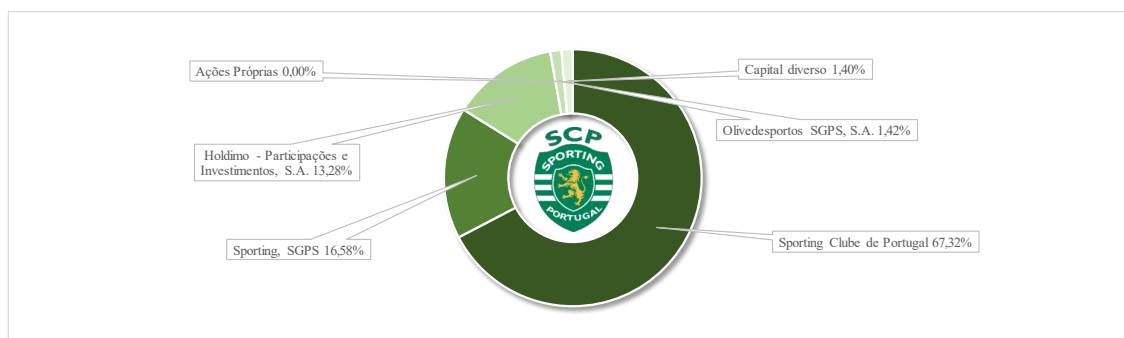
O relatório e contas de 2022/2023 ficou marcado para a história do clube pela concretização da maioria do capital da SAD, pela conversão dos Valores Mobiliários Obrigatoriamente Convertíveis (VMOC) em ações, ficando o clube com 83,9% do capital da SAD. Segundo palavras de Frederico Varandas: “O futuro do Sporting ficou garantidamente nas mãos dos sócios do Sporting”, que hoje são mais de 140.000 sócios.

## **4.2. Governo das Sociedades**

O capital social da Sporting SAD é de 150.571.872 euros, representado por ações ordinárias, nominativas e escriturais, cada uma com valor nominal de 1 euro. É importante mencionar que as ações da Categoria A são as subscritas diretamente pelo Sporting Clube de Portugal, sendo que as ações da Categoria B são as ações detidas pelos restantes acionistas.

É importante evidenciar que a SAD está cotada na Bolsa de Valores de Lisboa - *Euronext Lisbon* - o que significa que está sujeita a regulamentos financeiros e de governo das sociedades restritos. Estão admitidas à negociação em bolsa de valores 67.000.000 ações. No entanto, o Conselho de Administração da SAD tem intenção em requerer a admissão à negociação das restantes 83.571.872 ações resultantes do recente aumento de capital social por conversão de VMOC.

No que diz respeito à estrutura acionista da Sporting SAD, esta é detida pelo Sporting Clube de Portugal no valor de cerca de 67 %, correspondente a ações de categoria A que detêm direitos especiais. As restantes ações são de categoria B, não detendo os direitos inerentes à categoria A. Logo, a restante percentagem corresponde a ações de categoria B, pelo que a Sociedade Gestora de Participações Sociais do Sporting detém cerca de 17%, a Holdimo-Participações e Investimentos SA possui cerca de 13% e por fim, outros acionistas detêm cerca de 3%. De realçar que a Sporting SAD também possui ações, mas devido ao facto de o número ser demasiado pequeno (20 ações), a relevância dentro do capital social acaba por ser 0%. A Figura 6 ilustra a descrição anterior.

**Figura 6***Estrutura Acionista*

*Fonte:* Autoria própria.

Relativamente à estrutura do governo societário da Sporting SAD, esta é composta pelos seguintes órgãos sociais eleitos pela Assembleia Geral: Conselho de Administração, Conselho Fiscal e Revisor Oficial de Contas. Em termos de Conselho de Administração, o acionista Sporting Clube de Portugal designou Frederico Nuno Faro Varandas como Presidente do Conselho de Administração da Sporting SAD.

Já relativamente às remunerações dos membros executivos do Conselho de Administração podemos observar a Tabela 1:

**Tabela 1***Remunerações*

Conselho de Administração	Total Anual Fixo	Total Anual Variável	Total
Frederico Varandas	174.500 €	82.688 €	257.188 €
Francisco Zenha	123.929 €	55.125 €	179.054 €
André Bernardo	123.929 €	55.125 €	179.054 €
João Sampaio	-	55.125 €	55.125 €

*Fonte:* Relatório e Contas 2022/2023

### 4.3. Performance Económico-financeira

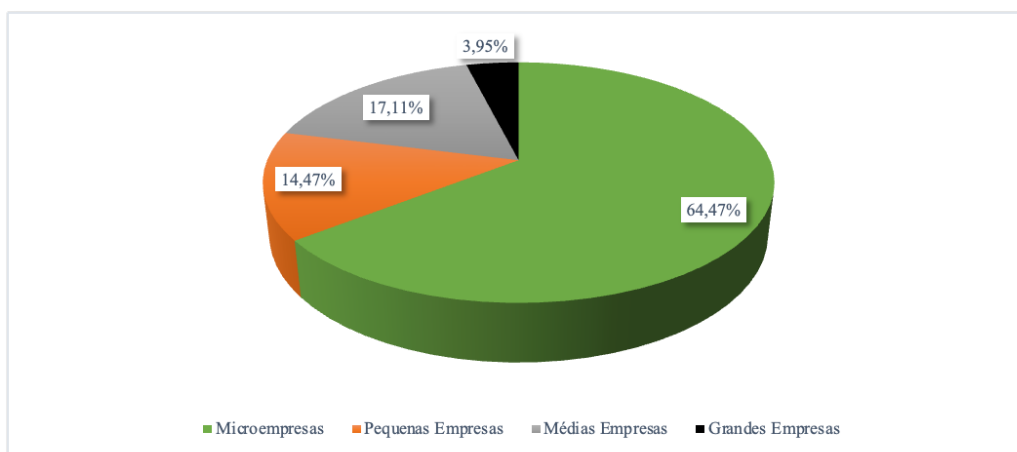
#### 4.3.1. Setor

Assim, começa-se por fazer um breve enquadramento sobre a evolução do setor com o Código Atividade Económico (CAE) 93120, que diz respeito às atividades dos clubes desportivos onde o clube se insere. A análise incidirá sobre os dados disponíveis pelo Banco de Portugal (2023) até 2022.

Verifica-se que em 2022 existem cerca de 76 empresas em Portugal que se inserem no CAE 93120, sendo divididas em 49 microempresas, 11 pequenas empresas, 13 médias empresas e por fim, 3 grandes empresas. O mesmo pode ser observado na Figura 7.

**Figura 7**

*Dimensão das Empresas*



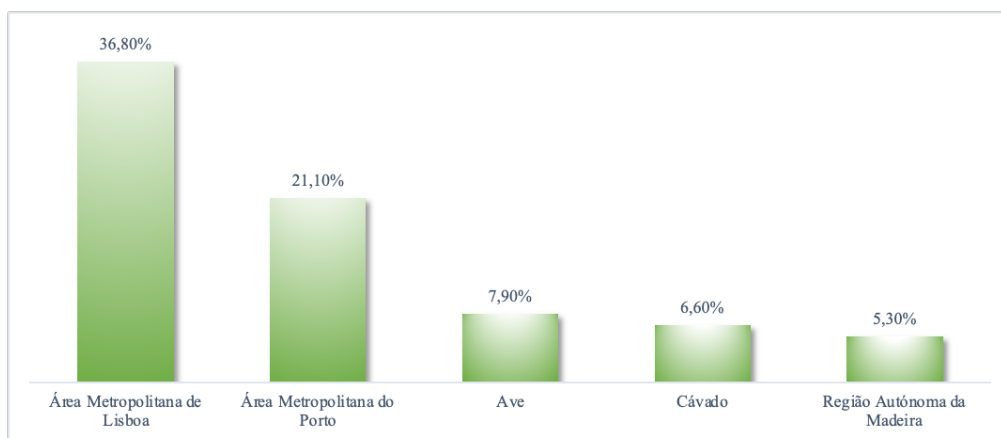
*Fonte:* Autoria própria.

É importante realçar também que cerca de 47% das 76 empresas neste setor possuem idade até 5 anos, o que revela que são maioritariamente empresas novas no setor e que, nesse sentido, apresentam apenas 0,28% do volume de negócios. Por outro lado, as empresas mais maduras neste setor, com mais de 20 anos, representam cerca de 16% e conseguem cerca de 84% do volume de negócios, revelando mais uma vez a predominância destes em relação aos demais.

No que diz respeito à localização das empresas, estas situam-se maioritariamente na Área Metropolitana de Lisboa, tal como exibido na Figura 8.

**Figura 8**

*Localização das Empresas*



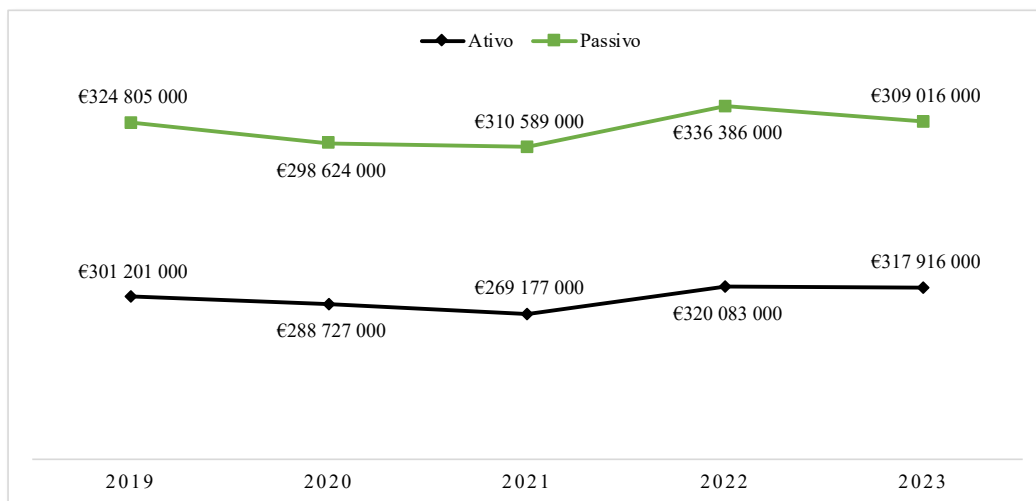
Fonte: Autoria própria.

### 4.3.2. Análise Financeira

Em relação à análise financeira do clube, recorreu-se ao balanço da Sporting SAD para se entender a sua estrutura, conforme exibido na Figura 9.

**Figura 8**

*Ativo e Passivo*



Fonte: Autoria própria.

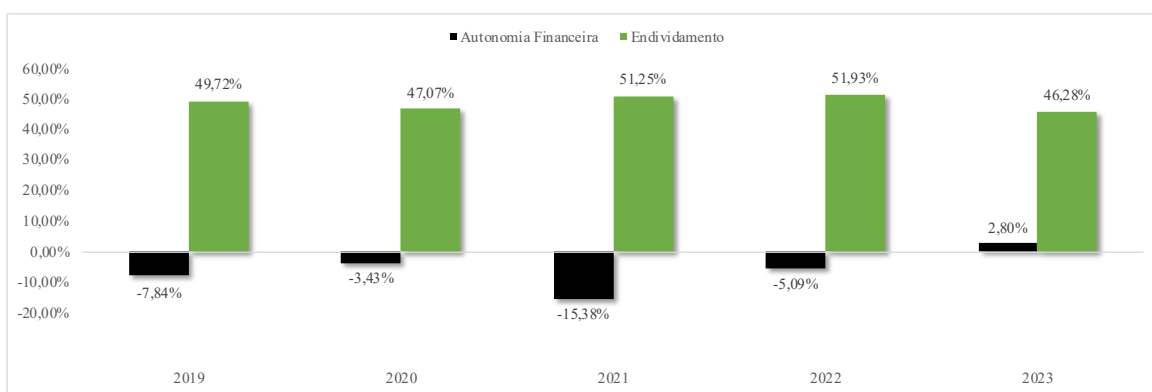
Podemos observar que o passivo surge na maioria dos anos, com um valor superior em relação ao seu ativo. Partindo deste pressuposto e aplicando a equação fundamental do balanço ( $\text{Ativo} = \text{Capital Próprio} + \text{Passivo}$ ), pode afirmar-se que os capitais próprios não

conseguem financiar o ativo da empresa. Nesse sentido, o clube depende bastante de terceiros para financiar a sua atividade.

No que diz respeito aos capitais investidos para financiar o ativo, estes estão distribuídos por capitais próprios e por capitais alheios. Sendo que nestes últimos apenas nos iremos reportar aos passivos remunerados. Nesse sentido, e segundo uma ótica das finanças empresariais, o capital alheio da Sporting SAD envolve a soma dos financiamentos obtidos e das locações financeiras para o cálculo do rácio de endividamento. Na Figura 10 exibe-se a composição dos capitais investidos.

**Figura 9**

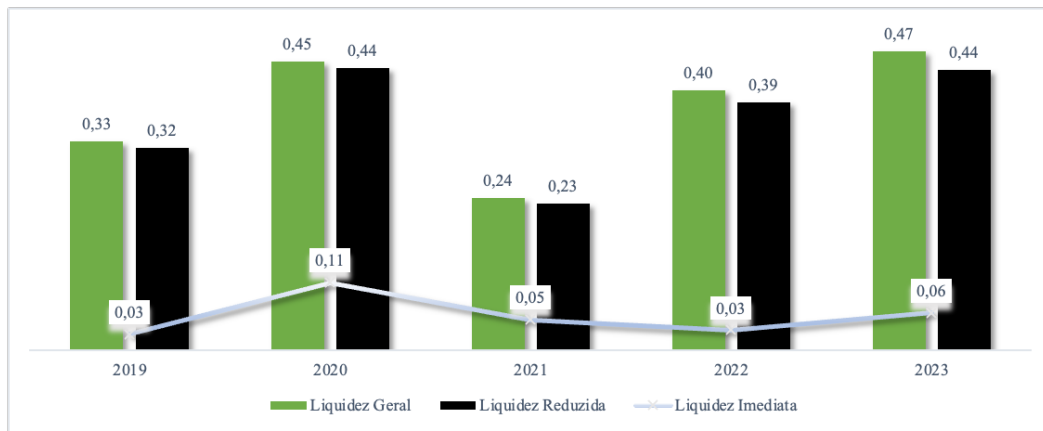
*Capitais Investidos*



*Fonte:* Autoria própria.

Podemos observar que a autonomia financeira, à exceção de 2023, foi negativa ao longo do horizonte temporal, confirmando-se que os capitais próprios não conseguem financiar a atividade. Por outro lado, o passivo remunerado representa cerca de 50% em todos os anos da análise, revelando novamente a enorme dependência destas entidades para financiar o clube.

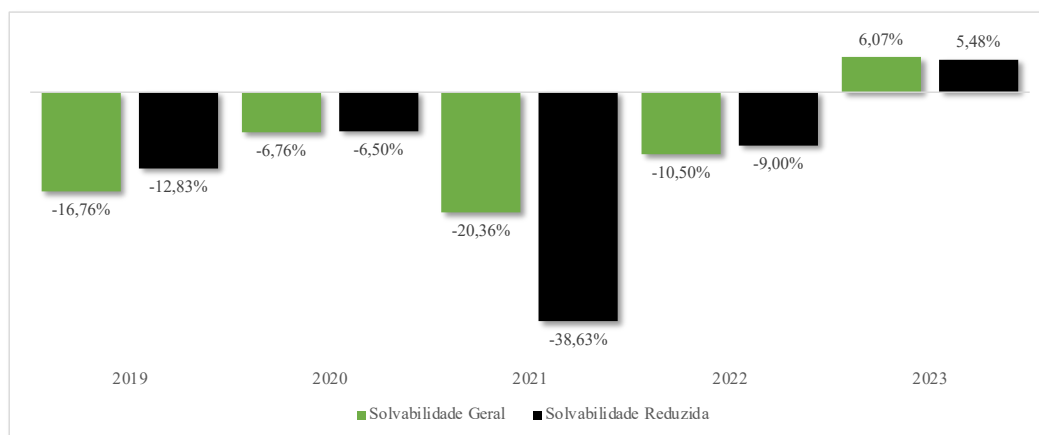
Alguns rácios de liquidez conseguem medir a capacidade de a empresa pagar os seus compromissos de curto prazo com ativos tendencialmente líquidos. Para esse efeito, recorreu-se à liquidez geral, reduzida e imediata, conforme Figura 11.

**Figura 10***Liquidez*

*Fonte:* Autoria própria.

Em relação à liquidez geral, o ativo corrente da Sporting SAD não consegue cobrir a totalidade dos seus compromissos a curto prazo em nenhum dos anos em análise. Aliás, os valores rondam os 0,5, pelo que pode considerar-se que, de acordo com este indicador, o clube apresenta dificuldades de tesouraria. Nesse mesmo sentido, a liquidez reduzida apenas retira do ativo corrente os inventários, pelo facto de estes não serem facilmente convertíveis em dinheiro, verificando-se valores idênticos à liquidez geral. Por fim, a liquidez imediata revela a capacidade que o clube possui para pagar os seus compromissos de curto prazo a partir dos seus meios financeiros mais líquidos, caixa e depósitos bancários. Este indicador apresenta novamente valores baixos, o que indica que o clube não possui essa capacidade.

Por fim, em relação à solvabilidade, que representa a capacidade de a empresa cobrir todas as suas obrigações, recorrendo aos capitais próprios, como é o caso da solvabilidade geral. Ou, por outro lado, com estes mesmo capitais, cobrir o passivo não corrente, denominando-se de solvabilidade reduzida.

**Figura 11***Solvabilidade*

Fonte: Autoria própria.

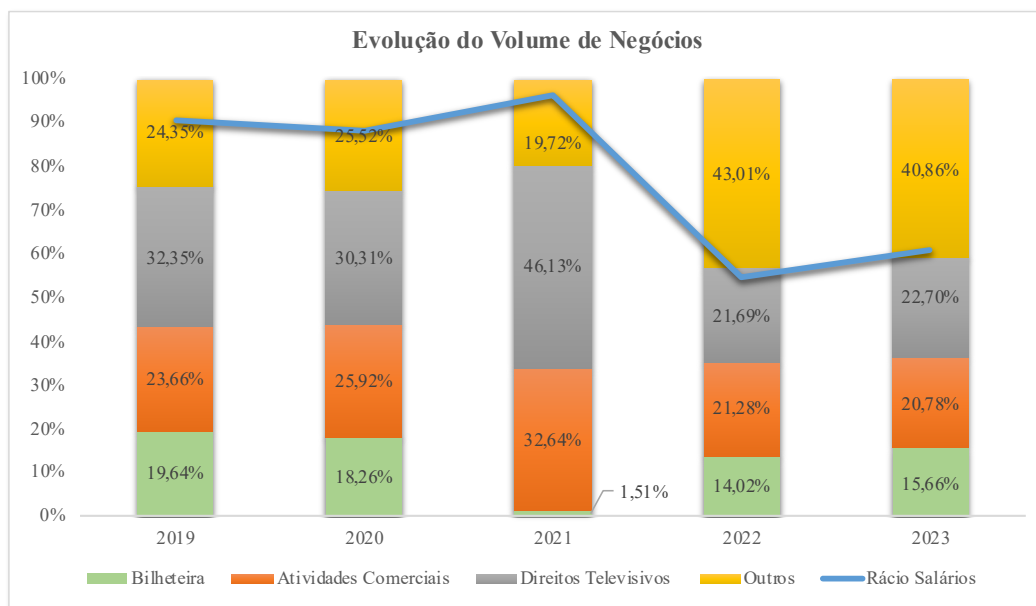
Da análise da Figura 12 percebe-se que a Sporting SAD não apresenta capitais próprios suficientes para cobrir, nem o passivo não corrente, nem o passivo total. Situando-se ao longo do horizonte temporal numa área negativa, à exceção de 2023 que subiu, mas apresenta uma percentagem pouco significativa. Esta situação não traz segurança aos credores, uma vez que a sociedade desportiva necessita de se endividar para pagar aos mesmos.

#### 4.3.3. Análise Económica

No que diz respeito à análise económica da Sporting SAD é importante destacar os principais rendimentos do clube:

- Bilheteira;
- Atividades comerciais;
- Direitos televisivos.

O grande problema dos clubes de futebol é não possuírem receitas operacionais (bilheteira, atividades comerciais e direitos televisivos) que compensem os seus gastos operacionais, principalmente os gastos com salários. Para se perceber melhor esta situação, recorreu-se ao gráfico de barras exibido na Figura 13.

**Figura 12***Evolução do Volume de Negócios*

Fonte: Autoria própria.

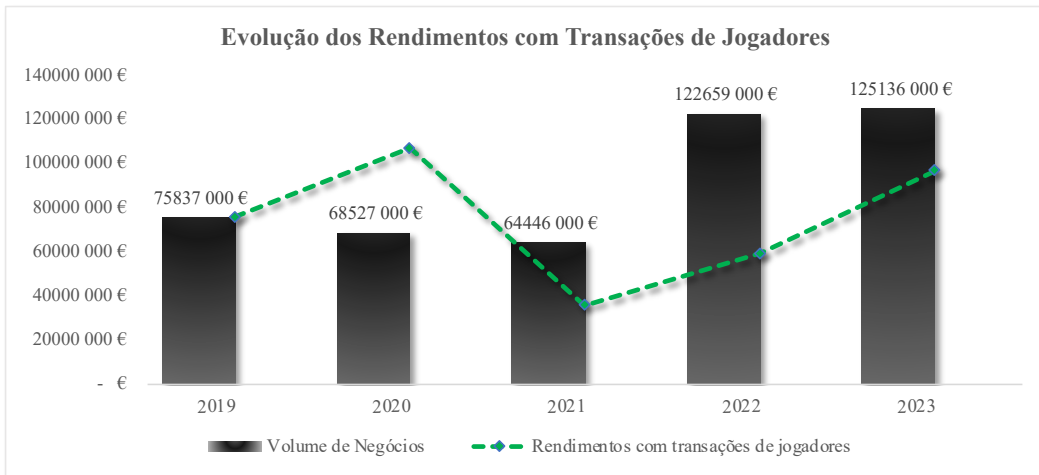
É importante evidenciar que a bilheteira corresponde, nomeadamente, à venda de bilhetes para a visualização dos jogos ao vivo. Numa segunda fase, as atividades comerciais correspondem aos patrocínios, publicidade e *merchandising*. E por fim, os direitos televisivos, representando nos três primeiros anos em análise, a maior percentagem dos principais rendimentos do clube. Sendo que nos dois últimos anos da análise, a fonte de rendimento “Outros”, que inclui as competições europeias começou a ganhar mais relevo. No entanto, é importante evidenciar que em 2021, devido ao impacto da pandemia COVID-19 os estádios desportivos viram-se obrigados a fecharem portas, daí o valor de 1,51% ao nível da bilheteira.

No que diz respeito ao peso dos salários em relação ao volume de negócios, consegue-se perceber que este apresenta, em todo o horizonte temporal em análise, valores acima de 50%, cobrindo cerca de metade dos rendimentos, o que revela a enorme dependência dos clubes de futebol nesta rúbrica.

Face ao exposto, as entidades desportivas vêm-se obrigadas a vender ativos para, de alguma forma, se manterem com resultados líquidos positivos ou, pelo menos, ficarem na proximidade. Nesse sentido, consegue-se perceber a enorme importância desta venda de jogadores para um clube de futebol a partir da Figura 14.

**Figura 13**

*Evolução dos Rendimentos com Transações de Jogadores*

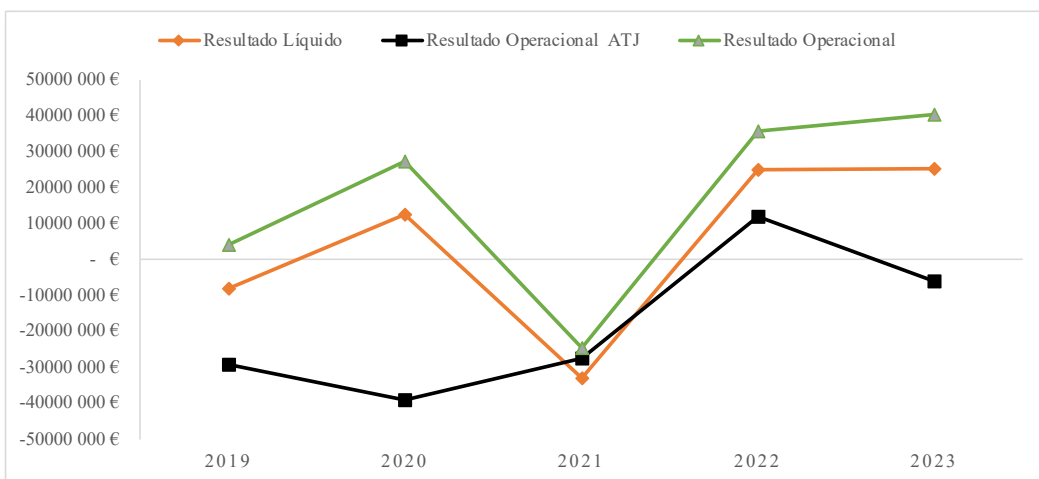


Fonte: Autoria própria.

No que diz respeito aos resultados apresentados pelo clube, era expectável que o resultado operacional antes da transferência de jogadores (ATJ) fosse negativo, devido ao facto dos gastos cobrirem a totalidade ou parcialmente todas as receitas operacionais. Acresce ainda que em 2021 todos os resultados foram negativos devido novamente à pandemia que afetou todos os clubes de futebol, conforme exibidos na Figura 15.

**Figura 14**

*Resultados*



Fonte: Autoria própria.

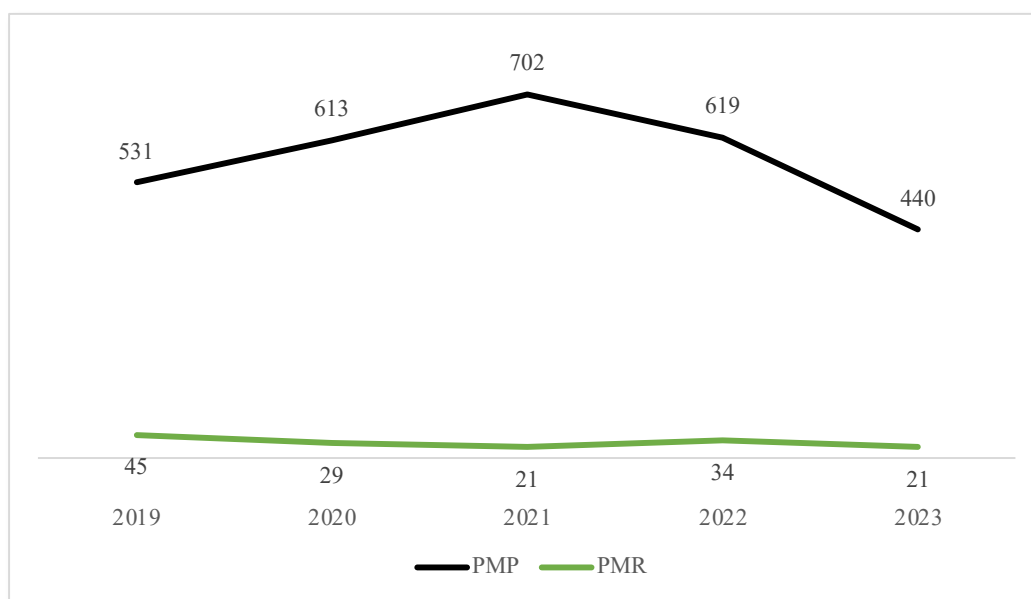
À exceção do ano 2022, o resultado operacional ATJ foi negativo, o que já era esperado. No entanto, o resultado operacional já depois da transferência de jogadores apresentou resultados positivos, o que veio confirmar o exposto anteriormente. E devido a esse facto, conseguiu que a Sporting SAD, na maioria dos anos em análise, obtivesse resultados líquidos positivos.

#### 4.3.4. Prazos Médios de Pagamentos e de Recebimentos

O PMP, também denominado de Prazo Médio de Pagamentos, visa entender quanto tempo o clube demora a pagar aos seus fornecedores. Já o PMR, também designado como Prazo Médio de Recebimentos, por outro lado, permite entender quanto tempo a sociedade desportiva demora a receber os créditos que concedeu aos seus clientes. Na Figura 16, a análise é efetuada em dias.

**Figura 15**

*Prazos Médios*



*Fonte:* Autoria própria.

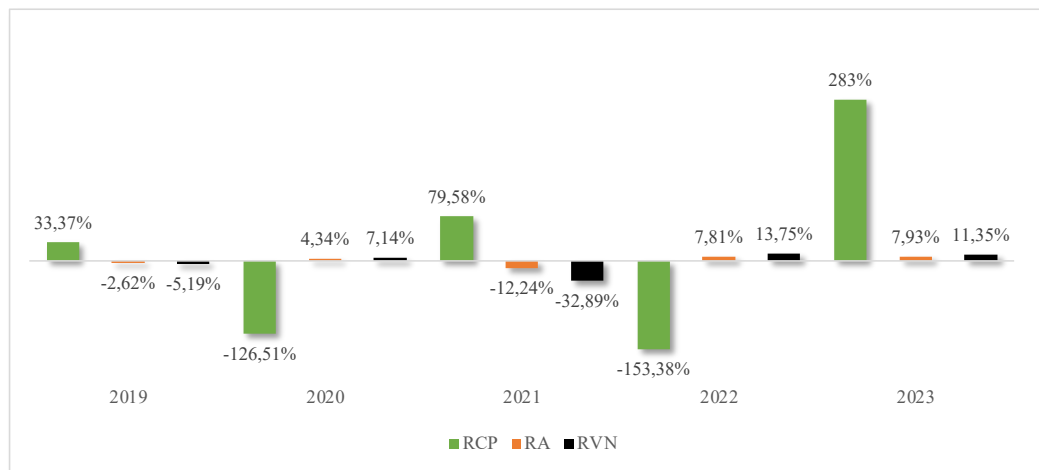
De acordo com o apresentado, o PMP encontra-se em todos os anos em análise superior ao PMR, situação esta que é favorável para o clube, uma vez que primeiro recebe dos seus clientes e só depois paga os seus compromissos, não gerando pressões na tesouraria.

### 4.3.5. Rendibilidade

Em relação à rendibilidade, estes rácios servem para avaliar a capacidade do clube em utilizar os seus ativos para gerar rendimentos ou resultados e se os recursos estão a ser geridos da melhor forma.

**Figura 16**

*Rendibilidade*



*Fonte:* Autoria própria.

Pela análise da Figura 17, de um modo geral, a rendibilidade dos capitais próprios (RCP) foi negativa, uma vez que os capitais próprios foram negativos ao longo do horizonte temporal, com exceção do ano 2023, em que o RCP se situou nos 283,21%, o que revela que a Sporting SAD aplicou os seus capitais próprios da melhor forma possível. Verificou-se que cada euro de investimento é convertido em 2,83 euros de resultado líquido. Os restantes rácios positivos correspondem a falsos positivos, ou seja, o resultado líquido e o capital próprio do período eram negativos, logo com a sua divisão o resultado acabou por dar positivo, o que não se verifica.

Em relação à rendibilidade do ativo (ROA) que reflete a percentagem de lucro obtido em relação ao capital investido, independentemente da sua fonte de financiamento, o clube apresenta oscilações positivas e negativas de um ano para o outro. No entanto, em 2023, por cada euro investido no ativo da empresa, está a gerar-se cerca de 0,8 % de lucro, revelando que neste ano o clube conseguiu ser eficiente.

Por fim, no que diz respeito à rendibilidade do volume de negócios este indica, de forma genérica, quanto é que cada venda contribuiu para a obtenção do resultado líquido, sendo

que os valores flutuaram negativamente e positivamente, atingindo um mínimo de cerca de - 33% e um máximo de 14%. Nesse sentido, em 2023, cerca de 11% do volume de negócios contribuíram para a construção do resultado líquido.

#### **4.3.6. Informação Sobre a Ação**

A Sporting SAD é uma empresa cotada na Bolsa de Valores de Lisboa - *Euronext Lisbon* - sendo um dos “três grandes” do futebol português, integrando o índice *PSI All Share Gross Return* (PSI Geral). De acordo com o site da *Euronext*, no dia 30 de junho de 2023 a cotação de fecho foi de 0,77 euros. Em termos de capitalização de mercado, estavam em circulação 150.571.872 ações, obtendo-se capitalização de mercado de 115.940.341,40 euros.

## 5. Avaliação

De acordo com o referido anteriormente, neste ponto irá abordar-se a avaliação da Sporting SAD. Numa primeira fase expõe-se a temática de avaliação de empresas, com a aplicação do *DCF*, com recurso ao método do custo médio e o modelo multivariável de *Markham*, defendido por alguns autores como sendo o modelo ideal para avaliar clubes de futebol. Já numa segunda fase apresenta-se a temática de avaliação de marcas, utilizando-se novamente o *DCF*, mas recorrendo ao método do *Royalty Relief*, seguindo-se o modelo de mercado.

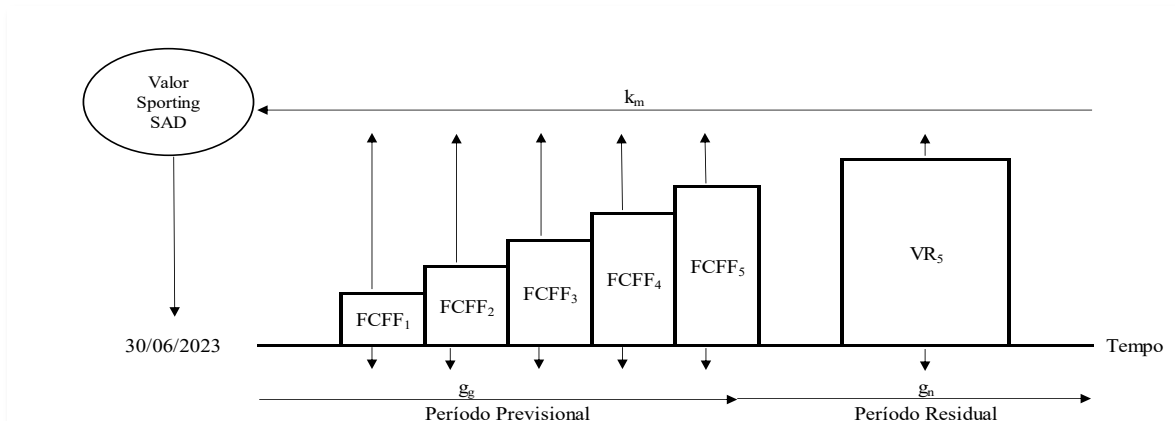
Deste modo, pretende-se entender o comportamento das variáveis principais e assim prever a evolução dos fluxos futuro. Acresce ainda que, para facilitar a análise, o ano 2023 corresponde à época desportiva 2022/2023, o mesmo se verificando para os restantes anos.

### 5.1. Avaliação da Sporting SAD pelo Modelo de Fluxos de Caixa Descontados

De entre os vários métodos inseridos no *DCF*, escolheu-se o método do custo médio, uma vez que se pretende obter não só o valor do capital próprio como também o valor da entidade. Assim, de uma maneira figurativa, o grande objetivo está exposto na figura 18.

**Figura 17**

*Valor Sporting SAD*



Fonte: Autoria Própria.

### 5.1.1. Pressupostos Globais

Com o intuito de obter um valor mais realista do *FCF* da Sporting SAD utilizou-se a média correspondente ao período histórico de 2014-2023 de modo a abranger mais dados, visto ser uma indústria volátil. No entanto, o ano correspondente á pandemia (2021) e algum *outlier* que se consiga identificar foi retirado do cálculo. Para além disso, testaram-se várias hipóteses de cálculo com base em Damodaran (2006), Cornett et al. (2012), Brigham e Houston (2009) e Ross et al. (2013). Já em relação ao período previsional, este é de 5 anos (2024-2028) e os *FCF* crescem a uma taxa anual de 13,34%. Esta taxa denominada de taxa de crescimento geométrica ( $g_g$ ) como se pode observar na Tabela 2, foi obtida através da análise do volume de negócios (VN).

**Tabela 2**

*Período Previsional*

Anos	2019	2020	2021	2022	2023
VN	75.837.000 €	68.527.000 €	64.446.000 €	122.659.000 €	125.136.000 €
$g_g$	13,34%				

Fonte: Autoria Própria.

Para o cálculo da taxa de crescimento da economia utilizada para fazer crescer os fluxos de caixa para o cálculo do valor residual, utilizou-se a previsão do cenário macroeconómico do país para o ano de 2025, com base no boletim económico do Banco de Portugal (2023). Com base neste boletim, prevê-se um PIB (Produto Interno Bruto) de 2,1% e uma taxa de inflação também de 2,1%, como se pode observar na Tabela 3.

**Tabela 3**

*Período Residual*

Ano	2025
Taxa crescimento do PIB	2,10%
Taxa de inflação	2,10%
$g_n$ (taxa de crescimento da economia)	4,24%

Fonte: Autoria Própria.

Relativamente à taxa de impostos sobre os lucros da empresa utilizada para o cálculo dos fluxos de caixa, utilizou-se 21%, consoante o código do IRC (artigo 87.º) acrescido da derrama de 1,5%. Nos termos do artigo 18.º do Regime de Financiamento das Autarquias Locais e Entidades Intermunicipais, aprovado pela Lei n.º 73/2013, de 3 de setembro, a

derrama municipal é no máximo 1,5% do lucro tributável dos contribuintes sujeitos e não isentos de Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (IRC).

### **5.1.2. Pressupostos Operacionais**

Para estimar o *FCF* teve de se proceder à previsão do Resultado Operacional (*EBIT*). Com esse intuito, recorreu-se ao Relatório e Contas da Sporting SAD, mais concretamente à demonstração de resultados. Retiraram-se todos os valores do *EBIT* do período histórico e calculou-se uma média que servirá para estimar o *FCF*. De ressaltar que, de acordo com o *DCF*, o resultado operacional deve de ser apresentado depois de impostos. No entanto, valores negativos de *EBIT* não estão sujeitos à taxa de 22,5 %, correspondente à taxa de imposto. A partir deste cálculo encontrámos o fluxo de caixa operacional da Sporting SAD.

### **5.1.3. Pressupostos de Fundo de Maneio**

No que diz respeito às necessidades em fundo de maneio, estas conseguem-se ser calculadas a partir da diferença entre as necessidades cíclicas e os recursos cíclicos. Assim, as rúbricas que se enquadram nas necessidades cíclicas são: inventários, clientes e outros devedores de exploração, estado e outros entes públicos e, por fim, outros ativos correntes. Por outro lado, em termos de recursos cíclicos, contemplam fornecedores e outros credores de exploração, estado e outros entes públicos e também outros passivos correntes. Finda esta primeira fase, pretende-se entender qual foi o investimento/desinvestimento que sucedeu durante o período histórico, com recurso à variação existente ao longo dos anos nas necessidades em fundo de maneio. Esta visão é defendida por 3 dos 4 autores mencionados anteriormente. No entanto, Ross et al. (2013) defende que para o cálculo do *FCF* é utilizado apenas o fundo de maneio, isto é, a diferença entre os ativos correntes e os passivos correntes.

### **5.1.4. Pressupostos de Investimento em Capital Fixo**

Os investimentos em capital fixo (*CAPEX*) da Sporting SAD foram obtidos através da variação dos ativos intangíveis e tangíveis em cada ano do período histórico, somando as respetivas amortizações/depreciações do ano em questão, uma vez que não representam a saída de um fluxo financeiro. Esta abordagem é defendida por 2 dos 4 autores atrás mencionados. Assim, de acordo com Damodaran (2006) os valores relativos aos investimentos em capital fixo seriam retirados a partir da diferença entre recebimentos e pagamentos patentes nas demonstrações dos fluxos de caixa, o que corresponde aos fluxos

de caixa de investimentos. Por outro lado, para Cornett et al. (2012) o valor do *CAPEX* é obtido através da variação dos ativos fixos brutos em cada ano.

### 5.1.5. Custo Capital Alheio

No que diz respeito ao custo do capital alheio, à semelhança de Rainha (2018) foi calculado o custo do capital alheio tendo em conta a ponderação de todas as formas de financiamento externo utilizadas, que totalizaram 147.500.000 €, e os respetivos custos do capital, como se pode observar na Tabela 4.

**Tabela 4**

*Custo do Capital Alheio*

Rúbrica	Tipo	Valor	Ponderação	$k_d$
<b>Financiamento Obtido (NC)</b>	Empréstimo Obrigacionista	40.000.000 €	27,12%	4,52%
<b>Financiamento Obtido (NC)</b>	Factoring/Titularização de Créditos	40.428.000 €	27,41%	3,25%
<b>Financiamento Obtido (C)</b>	Descoberto Bancário	18.000.000 €	12,20%	2,00%
<b>Financiamento Obtido (C)</b>	Empréstimo Bancário	17.404.000 €	11,80%	4,58%
<b>Financiamento Obtido (C)</b>	Factoring/Titularização de Créditos	22.781.000 €	15,44%	3,25%
<b>Locação Financeira (NC)</b>	Leasing	8.002.000 €	5,43%	4,58%
<b>Locação Financeira (C)</b>	Leasing	885.000 €	0,60%	4,58%

*Fonte:* Autoria Própria.

No caso do empréstimo obrigacionista sabe-se que a sua cotação no dia 30/06/2023 é de 100,76%, como se pode observar na Tabela 5.

**Tabela 5***Empréstimos Obrigacionistas*

<b>Emissão</b>	10/12/2021
<b>Maturidade</b>	25/11/2024
<b>TAN</b>	5,25%
<b>Taxa Semestral</b>	2,63%
<b>Prazo</b>	2 anos, 11 meses e 15 dias
<b>VN de cada ação</b>	5 €
<b>Valor pago por semestre</b>	0,13 €
<b>Valor pago por ano</b>	0,26 €
<b>Número de obrigações</b>	8.000.000
<b>Cotação (30/junho/2023)</b>	100,76%
<b>Valor a 30/junho/2023</b>	5,04 €
<b>Juro diário</b>	0,00073 €
<b>20 dias desde o último pagamento</b>	0,01458 €
<b>Valor a pagar por cada obrigação em 30/junho/2023</b>	5,05 €

Fonte: Autoria Própria.

De referir ainda que os pagamentos são efetuados no dia 10 de junho e 10 de dezembro, exceto o último pagamento que ocorrerá no dia 25 de novembro. Com toda a informação exibida e tendo o valor atual da cotação, o cupão semestral, o valor nominal de 5,00 € e a sua maturidade, recorreu-se ao método iterativo para calcular a taxa de rendibilidade até à maturidade (*YTM*) que se cifrou 4,52% ao ano, de acordo com a Tabela 6.

**Tabela 6***Taxa de Rendibilidade até à Maturidade*

<b>V<sub>0</sub></b>	<b>1º cupão (10/12/2023)</b>	<b>2º cupão (10/06/2024)</b>	<b>3º cupão (25/11/2024) + Valor Nominal</b>	<b>YTM</b>
<b>5,05 €</b>	0,13 €	0,13 €	5,13 €	4,52%

Fonte: Autoria Própria.

Devido à ausência de reporte sobre os *spreads* relacionados com o empréstimo bancário e sobre os *leasings* em relatórios e contas recentes, recorreu-se ao relatório e contas de 2017/2018 do clube, conseguindo-se extrair o spread de 1% relacionado com este tipo de financiamentos, ao qual é somado a Euribor a 3M, que em 30/06/2023 se situava nos 3,58%.

No que diz respeito às restantes formas de financiamento, também se recorreu aos dados disponibilizados no relatório e contas de 2017/2018, onde se conseguiu encontrar a sua respetiva taxa média, taxa esta que foi utilizada neste cálculo.

Numa fase final é feita a ponderação de cada tipo de financiamento, obtendo-se um custo do capital alheio de 3,68%.

### 5.1.6. Custo do Capital Próprio

O custo do capital próprio, aplicando o *CAPM*, exige o cálculo de 3 variáveis: a taxa de juro sem risco, o prémio de risco de mercado e o beta.

No que diz respeito à taxa de juro sem risco exibida na Tabela 7, esta é relativa às obrigações do tesouro a 10 anos da Alemanha. A razão por detrás desta escolha está no facto de a Alemanha ser um país da Europa com rating AAA no que diz respeito à dívida soberana, ou seja, é considerado um país livre de risco. Já quanto à maturidade, a maturidade usada pela maioria dos autores (Neves, 2002; Damodaran, 2012) é de 10 anos.

**Tabela 7**

*Taxa de Juro sem Risco*

<b>Obrigações do tesouro com maturidade a 10 anos - Alemanha</b>	2,38%
<b><i>Sovereign Default spread</i> (spread de incumprimento da dívida soberana)</b>	0%
<b>Taxa de juro sem risco (<math>r_f</math>)</b>	2,38%

Fonte: Autoria Própria.

Por último, o beta foi obtido através de uma regressão linear entre a rendibilidade das ações da Sporting SAD ( $r_e$ ) e a rendibilidade do índice PSI Geral ( $r_m$ ). Acresce ainda o ajuste efetuado a este parâmetro, de acordo com um estudo apresentado por Blume (1975) assumindo uma ponderação de 2/3 para o  $\beta_{\text{regressão}}$  e 1/3 para os  $\beta_{\text{médios}}$ , conforme apresentado na Tabela 8.

**Tabela 8**

*Beta*

<b><math>\beta_{\text{regressão}}</math></b>	0,46
<b><math>\beta_{\text{médios}}</math></b>	1
<b><math>\beta_{\text{ajustado}}</math></b>	0,64

Fonte: Autoria Própria.

Em relação ao prémio de risco de mercado, este foi obtido recorrendo à base de dados de Damodaran de 2023. De acordo com o exibido na componente da revisão da literatura relativa ao prémio de risco do mercado maduro (Alemanha) adiciona-se o risco do país onde está localizada a empresa, neste caso em Portugal. Exibimos o cálculo na Tabela 9.

**Tabela 9***Prémio de Risco de Mercado*

<b>Prémio de risco de um mercado maduro - Alemanha</b>	5,00%
<b>Prémio de risco do país - Portugal</b>	2,89%
<b>Prémio de risco de mercado (<math>r_m-r_f</math>)</b>	7,89%

Fonte: Autoria Própria.

Tendo já todos os parâmetros necessários para a aplicação do CAPM, o custo do capital próprio da Sporting SAD situa-se nos 7,41%, tal como exibido na Tabela 10.

**Tabela 10***Custo do Capital Próprio*

<b>Taxa de juro sem risco (<math>r_f</math>)</b>	2,38%
<b><math>\beta_{ajustado}</math></b>	0,64
<b>Prémio de risco de mercado (<math>r_m-r_f</math>)</b>	7,89%
<b>Custo do Capital Próprio (<math>k_e</math>)</b>	7,41%

Fonte: Autoria Própria.

**5.1.7. Estrutura Financeira**

Numa primeira fase para se entender qual a estrutura financeira da Sporting SAD, ou seja, quais foram os capitais realmente investidos na empresa, sejam eles próprios ou alheios, recorreu-se então ao *Yahoo Finance* para se obter o valor de mercado do capital próprio:

$$\text{Valor de Mercado do Capital Próprio} = n^{\circ} \text{ de ações} \times \text{cotação} \quad (28)$$

Tendo em conta que existem 150.572.000 ações em circulação e que a cotação no dia 30/06/2023 é de 0,77€, o valor de mercado do capital próprio da Sporting SAD é de 115.940.440 €.

Para o valor de mercado do capital alheio, primeiro recorreu-se às demonstrações financeiras da Sporting SAD, mais concretamente à demonstração de fluxos de caixa, para se obter os juros efetivamente pagos pelo clube, derivados do financiamento externo. Estes juros vão servir de cupão para se calcular o valor de mercado, enquanto o valor nominal será o valor

contabilístico do capital alheio. Já para atualizar todos os fluxos, será utilizado o custo do capital alheio e irá utilizar-se uma maturidade média de 3 anos, usualmente utilizada nas obrigações emitidas pela Sporting SAD.

**Tabela 11**

*Capital Alheio a Valores de Mercado*

<b>Juros em 30/06/2023</b>	7.850.000 €
<b>Maturidade Média</b>	3 anos
<b><math>k_d</math></b>	3,68%
<b>Atualização 1 ano</b>	7.571.490,72 €
<b>Atualização 2 ano</b>	7.302.862,64 €
<b>Atualização 3 ano</b>	7.043.765,18 €
<b>Atualização 3 ano</b>	132.351.001,80 €
<b>Capital Alheio a Valores de Mercado</b>	154.269.120,33 €

Fonte: Autoria Própria.

Obtivemos um capital investido de 270.209.560€, pelo que a estrutura de capital do clube apresenta-se da seguinte forma:

$$\frac{CP}{CI} = 42,91\% \quad e \quad \frac{CA}{CI} = 57,09\% \quad (29)$$

### 5.1.8. Custo Médio Ponderado do Capital

Após o cálculo dos valores do custo do capital próprio, do custo do capital alheio, da taxa de imposto e a estrutura financeira calculou-se o  $k_m$ , conforme exibido na Tabela 12 e que será utilizado como taxa de atualização dos fluxos de caixa livres.

**Tabela 12**

*Custo Médio Ponderado do Capital*

<b>Custo do Capital Próprio (<math>k_e</math>)</b>	7,41%
<b>CP/CT</b>	42,91%
<b>CA/CT</b>	57,09%
<b>Custo do Capital Alheio (<math>k_d</math>)</b>	3,68%
<b>Taxa de imposto (t)</b>	22,50%
<b>Custo Médio Ponderado (<math>k_m</math>)</b>	4,81%

Fonte: Autoria Própria.

### 5.1.9. Valor da Sporting SAD

Considerando os inputs calculados nos pontos anteriores, prossegue-se para o cálculo do valor da Sporting SAD, recorrendo ao modelo *DCF*, mais precisamente o método do custo médio. Assumindo uma posição de prudência, utilizou-se como referência o *FCF* de 9.150.231 €, obtido a partir da fórmula de Brigham e Houston (2009). Posteriormente, efetua-se a sua projeção para o período previsional de 5 anos e só depois se procede à atualização para o momento de análise (30/06/2023). Pode ser analisado o desenvolvimento do cálculo na Tabela 13.

**Tabela 13**

*Modelo de Fluxos de Caixa Descontados – Método do Custo Médio*

	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>
<b>FCF</b>	10.370.683	11.753.917	13.321.645	15.098.479	17.112.304
<b>k<sub>m</sub></b>	4,81%				
<b>g<sub>n</sub></b>					4,24%
<b>FCF Descontado</b>	9.894.967	10.700.317	11.571.214	12.512.993	13.531.424
<b>Valor Residual</b>					371.030.619
<b>Valor Residual Descontado</b>					293.389.636

*Fonte:* Autoria Própria.

*Nota:* Valores em euros.

Após o cálculo dos valores atuais dos *FCF* e do valor residual, procede-se ao cálculo do valor da Sporting SAD. Verifica-se que o clube apresenta um valor intrínseco de 1,37 €. Por observação da Tabela 14, verifica-se também que a sua cotação no dia 30/06/2023 é de 0,77 €. Pode então concluir-se que com base neste modelo, a ação se encontra subvalorizada.

**Tabela 14***Modelo de Fluxos de Caixa Descontados vs Valores de Mercado*

		<b>30/06/2023</b>	
<b>Modelo de Fluxos de Caixa Descontados</b>		<b>VS</b>	<b>Valores de Mercado</b>
<b>Valor da Entidade</b>	351.600.551 €		261.576.880 €
<b>Divida Financeira Líquida</b>	145.636.120 €		145.636.120 €
<b>Valor Sporting SAD</b>	205.964.431 €		115.940.440 €
<b>Nº ações</b>	150.572.000		150.572.000
<b>Valor Sporting SAD/Nº ações</b>	1,37 €/ação		0,77 €/ação

*Fonte: Autoria Própria.*

## **5.2. Avaliação da Sporting SAD pelo Modelo Multivariável de Markham**

### **5.2.1. As Componentes do Modelo**

Nesta fase irá ser aplicado o modelo multivariável de Markham, defendido como sendo o modelo ótimo para avaliar clubes de futebol. O modelo foi testado por Markham (2013), Irani (2023) e Veiga (2022). Os resultados obtidos através deste modelo basearam-se no Relatório e Contas do clube e nos dados do *Transfermarkt*. No que diz respeito ao período histórico utilizado, este foi obtido através dos anos seguintes à pandemia COVID-19 de forma a se obter uma média mais realista da Sporting SAD. Nesse sentido, foram feitos os ajustes patentes na Equação 28 para retratar melhor a posição do clube.

$$V_c = (VN + CP_{aj.}) \times \frac{(RL + VN + TL)}{VN} \times Vitórias \times Oc. Estádio \div Salários \quad (30)$$

Assim, este modelo ajustado divide-se em 5 fases:

- 1) Primeiro o VN é somado ao Capital Próprio, no entanto, este último sofreu um ajustamento devido ao facto de o valor do plantel em termos contabilísticos não representar o verdadeiro valor dos jogadores, como é evidenciado também por Irani (2023) e com vista a esse objetivo, recorreu-se ao *Transfermarkt* para se obter o valor de mercado do plantel, tal como exibido na Tabela 15.

**Tabela 15***Capital Próprio Ajustado*

Anos	2022	2023
<b>Valor do Plantel Contabilístico</b>	94.190.000 €	99.075.000 €
<b>Valor do Plantel <i>Transfermarkt</i></b>	337.730.000 €	366.660.000 €
<b>Diferença</b>	243.540.000 €	267.585.000 €
<b>Ativo</b>	320.083.000 €	317.916.000 €
<b>Ativos Ajustados</b>	563.623.000 €	585.501.000 €
<b>Passivo</b>	336.386.000 €	309.016.000 €
<b>Capital Próprio</b>	-16.303.000 €	8.900.000 €
<b>Capital Próprio Ajustado</b>	222.237.000 €	276.485.000 €

Fonte: Autoria Própria.

- 2) Numa segunda fase, o valor combinado do VN e do Capital Próprio é multiplicado pelo valor do resultado líquido do clube acrescido do VN e das transferências líquidas dividido pelo VN. O valor obtido exhibe a lucratividade de um clube em comparação com as suas receitas totais, tal como exibido na Tabela 16.

**Tabela 16***Transferências Líquidas*

Anos	2022	2023
<b>Saídas</b>	27	26
<b>Receitas</b>	16.670.000 €	131.800.000 €
<b>Entradas</b>	24	34
<b>Despesas</b>	27.750.000 €	53.270.000 €
<b>Balanco Total</b>	-11.080.000 €	78.530.000 €

Fonte: Autoria Própria.

- 3) Posteriormente numa terceira fase, o valor total é multiplicado pelo rácio das vitórias, sendo este uma medida da *performance* desportiva, na Liga Portugal, onde existem por cada época desportiva 34 jogos, tal como exibido na Tabela 17.

**Tabela 17***Rácio de Vitórias*

Anos	2022	2023
<b>Vitórias</b>	27	23
<b>Empates</b>	4	5
<b>Derrotas</b>	3	6
<b>Rácio Vitórias</b>	79,41%	67,65%

Fonte: Autoria Própria.

- 4) Numa quarta fase, o valor total é então multiplicado pela percentagem média de utilização do estádio na Liga Portugal, que ilustra a eficácia com que o clube está a utilizar o seu ativo diferenciador. Assim, para se conseguir obter as percentagens relacionadas com a ocupação do estádio da Sporting SAD recorreu-se ao *Transfermarkt*, verificando-se que a ocupação máxima se situa nos 50.095 lugares.
- 5) Numa quinta e última fase, o valor total é dividido pela proporção dos salários em relação às receitas totais do clube, o que ilustra a capacidade do clube de controlar as suas despesas principais.

### 5.2.2. Valor da Sporting SAD

Com base em todos os pressupostos assumidos anteriormente, calculou-se o valor da Sporting SAD de acordo com o modelo multivariável de Markham. Na Tabela 18 exibem-se todas as componentes do modelo. Utilizou-se a média da época desportiva 2021/2022 e 2022/2023 para se obter um valor mais realista e mais rigoroso.

**Tabela 18**

*Componentes para o cálculo do Modelo Multivariável de Markham*

	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>Média (30/06/2023)</b>
<b>Volume de Negócios</b>	122.659.000 €	125.136.000 €	123.897.500 €
<b>Capital Próprio Ajust.</b>	227.237.000 €	276.485.000 €	251.861.000 €
<b>Resultado Líquido</b>	22.005.000 €	25.206.000 €	25.105.500 €
<b>Transf. Líquidas</b>	-11.080.000 €	78.530.000 €	33.725.000 €
<b>Ocupação do Estádio</b>	50,22%	58,47%	54,25%
<b>Rácio de Vitórias</b>	79,41%	67,65%	73,53%
<b>Gastos com o Pessoal</b>	67.087.000 €	76.457.000 €	71.772.000 €
<b>Rácio Salários</b>	54,69%	61,10%	57,90%

*Fonte:* Autoria Própria.

Já na Tabela 19, exhibe-se o cálculo do valor da ação. Com a utilização do modelo multivariável de Markham, obteve-se um valor por ação de 1,57 € à data de 30/06/2023. Uma vez que o valor intrínseco da ação é superior ao valor de mercado, este que se localiza nos 0,77 €, existe assim uma possível valorização de cerca de 104,30%, tendo em conta todos os pressupostos assumidos.

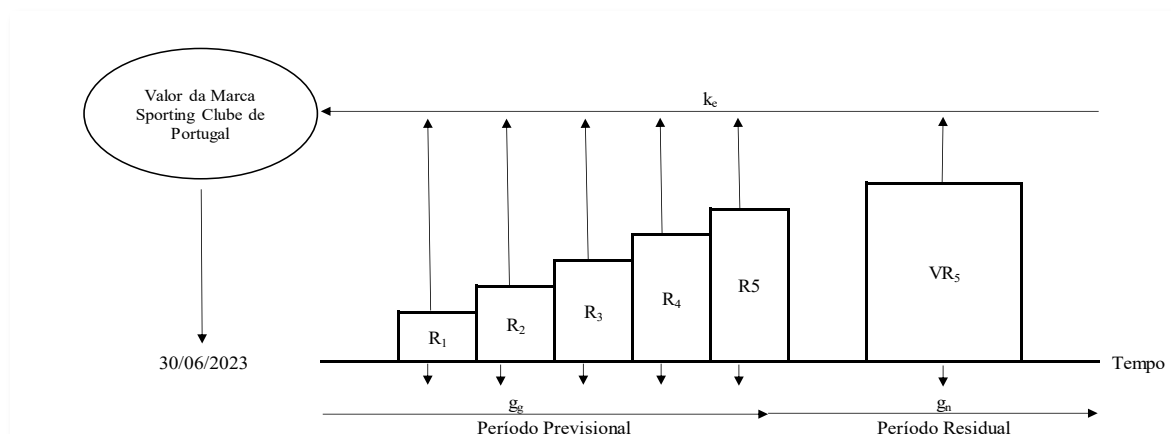
**Tabela 19***Modelo Multivariável de Markham vs Valores de Mercado***30/06/2023**

Modelo Multivariável de Markham		VS	Valores de Mercado
Valor da Entidade	382.501.851 €		261.576.880 €
Divida Financeira Líquida	145.636.120 €		145.636.120 €
Valor Sporting SAD	236.865.731 €		115.940.440 €
Nº ações	150.572.000		150.572.000 €
Valor Sporting SAD/Nº ações	1,57 €/ação		0,77 €/ação

Fonte: Autoria Própria.

### 5.3.O Valor da Marca Sporting Utilizando o Método do Rendimento

O segundo grande objetivo deste trabalho é explorar a temática da avaliação de marcas. De entre os vários modelos existentes, optou-se pelo modelo do *Royalty Relief*, que faz parte do conjunto de modelos que integram o método do rendimento, que pressupõe que o valor de uma marca pode ser calculado a partir do valor presente dos benefícios económicos futuros provenientes dos pagamentos de *royalties*, como se pode observar através da Figura 19.

**Figura 18***Valor da Marca Sporting Clube de Portugal*

Fonte: Autoria Própria.

Numa primeira fase, o período histórico é igualmente o de 2014-2023, sendo que o VN vai servir de base para o cálculo do valor da marca. Da mesma forma que se conseguiu obter o

valor da SAD a partir do modelo *DCF*, a lógica implementada nesta temática vai ser idêntica. Isto é, a partir do VN do período histórico será aplicada a taxa royalty observada da média do setor para se obter efetivamente os *royalties* pagos pela utilização da marca. Posteriormente é aplicado o efeito fiscal sobre os *royalties*. Após a obtenção da componente líquida dos *royalties*, determinou-se uma média do período histórico para se obter um valor mais realista. Este será o ponto de partida para projetar os *royalties* líquidos durante o período previsional de 5 anos a uma taxa de crescimento geométrica ( $g_g$ ) de 13,34% correspondente ao volume de negócios.

Numa segunda fase é aplicada a taxa de crescimento na perpetuidade ( $g_n$ ) que ronda os 4,24% e a taxa de atualização para a marca ( $k_e$ ) o que difere da taxa de atualização utilizada no modelo *DCF*. Neste cálculo pretende-se determinar diretamente o valor da marca para o acionista e devido a esse facto não faria sentido aplicar o  $k_m$ .

### 5.3.1. Taxa de Royalty

No que diz respeito à taxa royalty aplicado sobre o VN, esta foi obtida através da média entre os clubes portugueses cotados na *Euronext Lisbon*, mais concretamente o Sporting Clube de Portugal (SCP), Sport Lisboa e Benfica (SLB), Futebol Clube do Porto (FCP) e Sporting Clube de Braga (SCB), à data de 30/06/2023.

De modo a se obter os *royalties* pagos pelos clubes, recorreu-se ao Relatório e Contas de da época desportiva de 2022/2023 de cada um dos clubes enunciados. A razão pela qual se optou apenas por esta época prende-se pelo facto de este mecanismo do pagamento de *royalties* associados à marca ser relativamente recente e também por ser a única época desportiva onde existem este tipo de pagamentos em todos os clubes evidenciados. Sendo assim, esta taxa fixou-se em termos médios nos 2,09%, o que se depreende dos valores exibidos na Tabela 20.

**Tabela 20**

*Taxa Royalty*

Clube	Cotação	VN	Royalties	TR
SCP	0,77 €	125.136.000 €	2.758.000 €	2,06%
SLB	3,63 €	195.797.000 €	8.415.000 €	4,30%
FCP	1,09 €	166.066.985 €	1.995.192 €	1,20%
SCB	20,02 €	29.473.985 €	240.000 €	0,81%

Fonte: Autoria Própria.

### 5.3.2. Valor da Marca Sporting

No que diz respeito ao valor da marca Sporting Clube de Portugal e com base em todos os pressupostos definidos anteriormente, exibe-se na Tabela 21 o cálculo do respetivo valor, partindo da média dos Royalties após impostos no valor de 1.401.490 €.

**Tabela 21**

*Componentes para o Modelo do Rendimento*

	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Royalties após impostos</b>	1.588.420	1.800.282	2.040.403	2.312.550	2.620.997
<b><math>k_e</math></b>	7,41%				
<b><math>g_n</math></b>					4,24%
<b>Royalties Descontados</b>	1.478.818	1.560.412	1.646.508	1.737.354	1.833.213
<b>Valor Residual</b>					60.253.923
<b>Valor Residual Descontado</b>					42.143.618

Fonte: Autoria Própria.

Nota: Valores em euros.

Após o cálculo de todas as componentes do modelo do rendimento para a avaliação de uma marca, procedeu-se ao seu cálculo e à comparação entre os valores obtidos no modelo *DCF* e no Modelo Multivariável de Markham. Concluiu-se que em termos médios, a marca representa cerca de 23% do valor da Sporting SAD como se pode observar na tabela 22.

**Tabela 22**

*Modelo do Rendimento*

30/06/2023			
Modelo do Rendimento			
Modelo de Fluxos de Caixa Descontados		Modelo Multivariável de Markham	
<b>Valor da Marca</b>	50.399.923 €	VS	50.399.923 €
<b>Valor Sporting SAD</b>	205.964.431 €		236.865.731 €
<b>Peso da Marca SCP</b>	24,47%		21,28%

Fonte: Autoria Própria.

## 5.4.O Valor da Marca Sporting Utilizando o Modelo de Mercado

Com o intuito de apresentar uma alternativa à avaliação da marca pelo método do rendimento, optou-se também por se utilizar o modelo de mercado, recorrendo a múltiplos que apoiam na valorização da marca.

### 5.4.1. P/S Ratio

O múltiplo utilizado foi o P/S ratio, que estabelece o confronto entre a cotação atual do clube e o VN por ação, ou seja, entre o valor de mercado e o valor contabilístico. Com o objetivo de conseguir alcançar o valor da marca da Sporting SAD, utilizou-se o P/S ratio do Sporting Clube de Braga SAD, que servirá de comparação com o P/S ratio da Sporting SAD. A enorme dificuldade de encontrar uma empresa que utilize produtos genéricos e que seja cotada em bolsa no futebol é a razão por detrás desta decisão. Nesse sentido, e sendo o Sporting Clube de Braga o quarto clube português que disputa a Primeira Liga há mais épocas consecutivas, ficando apenas atrás dos três grandes, achou-se que faria sentido esta escolha. Sendo assim, evidencia-se na tabela 23 que a Sporting SAD apresentou um P/S ratio de 0,93 e a Braga SAD de 0,82.

**Tabela 23**

*Determinação do P/S Ratio*

Clube	Cotação	Ações	Cap. Bolsista	VN	P/S ratio
SCP	0,77 €	150.572.000	115.940.440 €	125.136.000 €	0,93
SCB	20,20 €	1.200.000	24.240.000 €	29.473.985 €	0,82

*Fonte: Autoria Própria.*

### 5.4.2. Valor da Marca Sporting

Conforme se encontra evidenciado na tabela 24, a partir da diferença entre o múltiplo P/S ratio de ambos os clubes, multiplicado pelo volume de negócios da Sporting SAD calculou-se o valor da marca em relação à sua capitalização bolsista e verificou-se que esta representa cerca de 11%.

**Tabela 24**

*Determinação do Peso da Marca do SCP*

P/S SCP	P/S SCB	VN SCP	Valor da Marca	Cap. Bolsista	Peso
<b>0,93</b>	0,82	125.136.000 €	13.026.068,56 €	115.940.440 €	11,24%

*Fonte: Autoria Própria.*

A avaliação da marca Sporting Clube de Portugal demonstrou ser crucial para entender o valor global do clube, porque vai muito mais além que os resultados obtidos em campo. Assim, com base no modelo do rendimento e no modelo de mercado, observou-se que em valores médios, cerca de 19% do valor final da Sporting SAD é derivado da influência da marca.

Já relativamente à avaliação da Sporting SAD, a cotação apresentada pela *Euronext Lisbon* em 30/06/2023 de 0,77€ em comparação com os resultados obtidos no modelo dos fluxos de caixa descontados e no modelo multivariável de Markham, apresentou-se como estando subvalorizada.

## 6. Conclusão

Na presente dissertação conseguiu-se concluir que no futebol as marcas e os clubes estão intrinsecamente ligados, formando uma relação simbiótica em que o sucesso de um pode impulsionar o outro. De facto, a marca representa uma percentagem significativa do valor da Sporting SAD, salientando assim a importância de possuir uma marca forte para a maximização do seu valor.

Importa referir que a indústria do futebol é de facto muito volátil, dada a imprevisibilidade de resultados desportivos que acabam por influenciar os resultados financeiros. Daí surge a grande dificuldade de avaliar clubes de futebol.

No que diz respeito à avaliação da Sporting SAD, o valor intrínseco da ação em comparação com a cotação de 0,77€ apresentada pela *Euronext Lisbon* no dia 30/06/2023, revelou ser superior em ambos os modelos estudados. Verificou-se que o *DCF* apresentou um valor de 1,37€ por ação e o modelo multivariável de Markham, um valor de 1,57€ por ação. No entanto, este último modelo revelou ser o mais realista, o que se deve ao facto de a indústria apresentar características totalmente diferentes dos restantes setores (Chauhan & Khairnar, 2020). Acresce ainda que este modelo apresenta flexibilidade nas variáveis da fórmula, o que fez com que se ajustasse a mesma para refletir da melhor forma a situação da Sporting SAD.

Numa segunda perspetiva, a avaliação da marca Sporting Clube de Portugal revelou resultados bastante satisfatórios no modelo do rendimento e no modelo de mercado e que contribuem significativamente para o valor final da Sporting SAD. Em termos percentuais, a marca SCP apresentou um peso de cerca de 25% no *DCF* e 21% no modelo multivariável de Markham. Já no modelo de mercado apresentou um peso de 11%. Em termos médios, com base nos valores obtidos, a marca representa cerca de 19% do valor da Sporting SAD.

Assim, de acordo com todos os *inputs* obtidos, pode-se recomendar a compra das ações da Sporting SAD. No entanto, é importante evidenciar que toda a análise previsional feita está sujeita a alterações devido à *performance* desportiva do clube.

## **6.1.Limitações**

No que diz respeito às limitações do estudo, deve-se enfatizar a questão de se tratar de um setor muito específico e complexo.

Uma grande limitação é o desempenho desportivo da equipa. Ou seja, uma época desportiva bem-sucedida pode aumentar tanto o valor da marca como o valor da empresa, enquanto um desempenho fraco pode prejudicá-la. Posto isto, a avaliação torna-se volátil e dependente de fatores imprevisíveis e subjetivos.

As incertezas associadas às transferências de jogadores e o ciclo de vida limitado dos atletas em destaque contribuem para a volatilidade na avaliação financeira. O valor associado à marca do clube muitas vezes está vinculado ao desempenho e à popularidade dos seus jogadores, o que pode ser efêmero. Além disso, ativos intangíveis, como reputação da marca e lealdade dos fãs são enormes desafios, sendo difíceis de quantificar.

## **6.2.Sugestões para Investigação Futura**

Em termos de sugestões para investigação futura, pode-se destacar a importância de se averiguar se realmente os resultados desportivos influenciam positivamente os resultados financeiros.

Outra sugestão pode-se prender à volta das redes sociais. Ou seja, até que ponto a influência destas plataformas pode potenciar o crescimento de uma marca no futebol.

Sabe-se que na indústria do futebol recorre-se bastante a fontes de financiamento externas e nesse sentido, examinar-se estratégias que possam reduzir o endividamento, não colocando em causa a estabilidade financeira do clube.

Seria interessante explorar também o fenómeno das marcas de jogadores, isto é, estudar se a criação de marcas pessoais por parte dos jogadores de futebol influencia não apenas as suas respetivas carreiras, mas também a avaliação financeira dos clubes aos quais estão associados.

## Referências Bibliográficas

- Aaker, D. (1991). *Managing brand equity: capitalizing on the value of a brand name*. Free Press, New York.
- Abratt, R., & Bick, G. (2003). Valuing brands and brand equity: Methods and processes. *Journal of applied management and entrepreneurship*, 8(1), 21-39.
- Antic, T., Antic, L., & Pancic, M. (2008). Brand valuation. *Interdisciplinary Management Research*, 4, 199-214.
- Araujo, F., Bação, F., & Yanaze, M. (2023). Brand valuation: Recognizing the brands as strategical assets in the balance sheet of the companies. *Revista de Gestão e Secretariado*, 14(2), 1516-1537.
- Azevedo, A. (2023, 8 de outubro). Queremos que o futuro do Sporting seja decidido por todos os sócios. Todos. *A bola*. <https://www.abola.pt/futebol/noticias/queremos-que-o-futuro-do-sporting-seja-decidido-por-todos-os-socios-todos-2023100809200019913>
- Bagna, E., Dicuonzo, G., Perrone, A., & Dell'Atti, V. (2017). The value relevance of brand valuation. *Applied Economics*, 49(58), 5865-5876.
- Banco de Portugal. (2023). *Dados do setor*. <https://www.bportugal.pt/QS/qsweb/Dashboards>
- Bhandari, S., & Adams, M. (2017). On the definition, measurement, and use of the free cash flow concept in financial reporting and analysis: a review and recommendations. *Journal of Accounting and Finance*, 17(1), 11-19.
- Blume, M. (1975). Betas and their regression tendencies. *The Journal of Finance*, 30(3), 785-795.
- Bouchet, P., Hillairet, D., & Bodet, G. (2013). *Sport brands*. Routledge Sports Marketing.
- Brand Finance. (2023). *Football 50 2023 - The annual report on the most valuable and strongest football club brands*. <https://brandirectory.com/rankings/football/>
- Bridgewater, S. (2010). *Football brands*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Brigham, E., & Houston, J. (2009). *Fundamentals of financial management* (14<sup>a</sup> ed.). Cengage Learning.
- Chauhan, D., & Khairnar, A. (2020, 18 de março). Multivariate model - An optimal method for valuing football clubs? *Aranca*. <https://www.aranca.com/knowledge-library/articles/investment-research/multivariate-model-an-optimal-method-for-valuing-football-clubs>.

- Coelho, J. (2004). Ondulando a bandeira: futebol e identidade nacional. *Relações Internacionais, Universidade Nova de Lisboa*, 2, 119-125.
- Coelho, J., & Tiesler, N. (2006). O paradoxo do jogo português: a omnipresença do futebol e a ausência de espectadores dos estádios. *Análise social*, 41(179), 519-551.
- Cornett, M., Adair, T., & Nofsinger, J. (2012). *Finance: Application and Theory* (2ª ed.). McGraw Hill.
- Couto, G. (2022). *Finanças empresariais: Teoria e prática* (1ª ed.). Rei dos Livros.
- Cravens, K., & Guilding, C. (1999). Strategic brand valuation: a cross-functional perspective. *Business Horizons*, 42(4), 53-54.
- Damodaran, A. (2005). Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence. *Foundations and Trends in Finance*, 1(8), 693-784.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3ª ed.). John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2014). *Applied corporate finance*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2023a). Country Risk: Determinants, Measures and Implications—The 2023 Edition. *SSRN Electronic Journal*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4509578>
- Damodaran, A. (2023b). Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications-The 2023 Edition. *SSRN Electronic Journal*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4398884>
- Deloitte. (2023). *Deloitte UK Annual Review of Football Finance 2023*. Deloitte. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/sportsbusiness-group/deloitte-uk-annual-review-of-football-finance-2023.pdf>
- Dierkes, S., & de Maeyer, I. (2022). Terminal value calculation with discontinuous financing and debt categories. *Journal of Business Economics*, 92(7), 1207-1248.
- Duguleana, L., & Duguleana, C. (2014). Brand valuation methodologies and practices. *Bulletin of the Transilvania University of Brasov. Series V: Economic Sciences*, 7(56), 43-52.
- Edvardsen, O., & Furulund, M. (2020). *The football performance effect on stock returns—An event study of publicly listed football clubs*. [Unpublished Master's thesis], OsloMet—Oslo Metropolitan University.
- Euronext. (2023). <https://live.euronext.com/pt>
- Fazzini, M. (2018). *Business valuation: Theory and practice*. Springer.

- Fernandez, P. (2006). Valuing companies by cash flow discounting: ten methods and nine theories. *Managerial Finance*, 33(11), 853-876.
- Fernández, P. (2023). Company valuation methods. *SSRN Electronic Journal*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.274973>.
- Fifa, C. (2007). FIFA Big Count 2006: 270 million people active in football. *FIFA Communications Division, Information Services*, 31, 1.
- Futebol Clube do Porto. (2023). *Prestação de Contas Anuais*. <https://www.fcporto.pt/pt/clube/institucional>.
- Gaspar, J., Honório, F., Honório, J., & Simões, J. (1982). Transformações recentes na geografia do futebol em Portugal. *Finisterra*, 17(34).
- Geckil, I., Mahon, T., & Anderson, P. (2007). Sports franchise valuation: The Chicago Cubs. *Anderson Economic Group Working Paper 2007-03*.
- Guzmán, I. (2006). Measuring efficiency and sustainable growth in Spanish football teams. *European sport management quarterly*, 6(3), 267-287.
- Haigh, D. (1999). Understanding the financial value of brands. *Brussels: European Association of Advertising Agencies*.
- Haigh, D. (2000). Brand valuation: Measuring and leveraging your brand. *Toronto: Institute of Canadian Advertising*.
- Haigh, D., & Knowles, J. (2004). How to define your brand and determine its value? *Marketing Management*, 13(3), 22-28.
- Hoffmann, R., Chew, L., & Ramasamy, B. (2002). The socio-economic determinants of international soccer performance. *Journal of Applied Economics*, 5(2), 253-272.
- Huang, J. (2015) A Review of brand valuation method. *Journal of Service Science and Management*, 8, 71-76. <https://dx.doi.org/10.4236/jssm.2015.81008>.
- Imam, S., Barker, R., & Clubb, C. (2008). The use of valuation models by UK investment analysts. *European Accounting Review*, 17(3), 503-535.
- International Organization for Standardization. (2010). Brand Valuation – Requirements for monetary brand valuation (ISO Standard No. 10668:2010). [http://www.iso.org/iso/catalogue\\_detail.htm?csnumber=46032](http://www.iso.org/iso/catalogue_detail.htm?csnumber=46032).
- Irani, F. (2023). *Valuation of Brazilian clubs in the era of football corporations (SAF): a comparison of methods*. [Tese de mestrado não publicada], Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas. <https://hdl.handle.net/10438/33256>.
- Kaplan, S., & Ruback, R. (1995). The valuation of cash flow forecasts: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 50(4), 1059-1093.

- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (5<sup>a</sup> ed.). John Wiley & Sons.
- Koning, R. (2009). Sport and measurement of competition. *De Economist*, 157(2), 229-249.
- Kramna, E. (2014). Key input factors for discounted cash flow valuations. *WSEAS Transactions on Business and Economics*, 11(1), 454-464.
- Llobet, D. (2019). Brand valuation: A case study on Lindt & Sprüngli. [Unpublished Master's thesis], Universitat Politècnica de Catalunya.
- Lucena, J., & Casaca, J. (2015). How to measure sports brand equity: A proposal for football industry. *Chinese Business Review*, 14(1), 49-59.
- Luehrman, T. (1997). What's it worth? A general manager's guide to valuation. *Harvard business review*, 75(3), 132-132.
- Manoli, A., & Kenyon, J. (2018). *Football and marketing*. Loughborough University. <https://hdl.handle.net/2134/33421>.
- Markham, T. (2013). What is the optimal method to value a football club? *SSRN Electronic Journal*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2238265>.
- Miciuła, I., Kadłubek, M., & Stępień, P. (2020). Modern methods of business valuation - Case study and new concepts. *Sustainability*, 12(7), 2699-2721. <https://doi.org/10.3390/su12072699>.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53, 433-443.
- Morrow, S. (1999). *The new business of football: Accountability and finance in football*. Palgrave Macmillan.
- Morrow, S. (2003). *The people's game? Football, finance and society*. Palgrave Macmillan.
- Murray, B., & Murray, W. (1998). *The word's game: A history of soccer*. University of Illinois Press.
- Myers, S. (1974). Interactions of corporate financing and investment decisions-implications for capital budgeting. *The Journal of Finance*, 29(1), 1-25.
- Neves, J. (2002). *Avaliação de empresas e negócios*. McGraw-Hill.
- Nunes, G., & Haigh, D. (2003). *Marca e valor do intangível: Medindo e gerenciando seu valor econômico*. Editora Atlas Sociedade Anónima.
- Pacheco, L., Lobão, J., Madaleno, M., Soares, V., & Tavares, F. (2021). *Avaliação de empresas* (2<sup>a</sup> ed.). Edições Sílabo.
- Parr, R. (2018). *Intellectual property: valuation, exploitation, and infringement damages*. John Wiley & Sons.

- Perechuda, I., & Čater, T. (2021). Influence of stakeholders' perception on value creation and measurement: the case of football clubs. *Sport, Business and Management: An International Journal*, 12(1), 54-76.
- Pereiro, L. (2002). *Valuation of companies in emerging markets: A practical approach*. John Wiley & Sons.
- Pinto, J. (2010). *Equity asset valuation*. John Wiley & Sons.
- Ponte, J. (2006). Estudos de caso em educação matemática. *Bolema*, 25, 105-132.
- Pratt, S., & Grabowski, R. (2014). *Cost of capital: applications and examples* (3<sup>a</sup> ed.). John Wiley & Sons.
- Rainha, B. (2018). *Equity research-Sporting Clube de Portugal–Futebol, SAD*. [Tese de mestrado não publicada], Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Ribeiro, A., & Lima, F. (2012). Portuguese football league efficiency and players' wages. *Applied Economics Letters*, 19(6), 599-602.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2013). *Corporate finance* (10<sup>a</sup> ed.). McGraw Hill.
- Sakinç, İ., Açıkalın, S., & Soygüden, A. (2017). Evaluation of the relationship between financial performance and sport success in European football. *Journal of Physical Education and Sport*.
- Salinas, G. (2009). *The international brand valuation manual: A complete overview and analysis of brand valuation techniques, methodologies and applications*. Wiley.
- Salinas, G., Ambler, T., (2009). A taxonomy of brand valuation practice: methodologies and purposes. *Journal of Brand Management*, 17(1), 39-61.
- Scelles, N., Helleu, B., Durand, C., & Bonnal, L. (2014). Professional sports firm values: Bringing new determinants to the foreground? A study of European soccer, 2005-2013. *Journal of Sports Economics*, 17(7), 688-715.
- Senaux, B. (2008). A stakeholder approach to football club governance. *International Journal of Sport Management and Marketing*, 4(1), 4-17.
- Sharpe, W. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Simon, C., & Sullivan, M. (1993). The measurement and determinants of brand equity: a financial approach. *Marketing Science*, 12(1), 28-52.
- Smith, V., & Parr, R. (1994). *Valuation of intellectual property and intangible assets* (2<sup>a</sup> ed.). Wiley.

- Solntsev I. (2014). Application of income approach for valuation of football club. In P. Pardalos, V. Zamaraev (Eds), *Social Networks and the Economics of Sports* (pp.9-40) Springer. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-08440-4\\_2](https://doi.org/10.1007/978-3-319-08440-4_2)
- Sport Lisboa e Benfica. (2023). Prestação de Contas Anuais. <https://www.slbenfica.pt/pt-pt/instituicao/sad/prestacao-de-contas/contas-anuais>
- Sporting Clube de Braga. (2023). Prestação de Contas Anuais. <https://scbraga.pt/administrativo/>
- Sporting Clube de Portugal. (2023). Prestação de Contas Anuais. <https://www.sporting.pt/pt/node/31266>
- Steiger, F. (2008). The validity of company valuation using Discounted Cash Flow methods. *arXiv*.
- Talović, M., Ormanović, Š., Kljaho, A., Ćirić, A., Jelešković, E., Alić, H., & Đedović, D. (2016). Models of Financing Football Clubs in the biggest European Leagues. *Sportski Logos*, 14(27).
- Temporal, P. (2002). *Advanced brand management: From vision to valuation*. John Wiley & Sons.
- Toma, S., & Catana, S. (2021). The value of brand in the football industry. *Constantin Brancusi University, Faculty of Economics*, 1, 27-31.
- Transfermarkt. (2023). *Sporting Clube de Portugal*. <https://www.transfermarkt.pt/schnellsuche/ergebnis/schnellsuche?query=sporting+club+de+portugal>.
- Underwood, R., Bond, E., & Baer, R. (2001). Building service brands via social identity: Lessons from the sports marketplace. *Journal of Marketing Theory and Practice*, 9(1), 1-13.
- Veiga, C. (2022). *A evolução do Valuation do Clube de Regatas do Flamengo*. [Monografia de Final de Curso não publicada], Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.
- Wood, L. (2000). Brands and brand equity: definition and management. *Management Decision*, 38(9), 662-669.
- Yahoo Finance. (2023). *Cotação SCP.LS*. <https://finance.yahoo.com/>.
- Yeşildağ, E., & Talaycı, N. (2022). Firm valuation through discounted cash flows method: An empirical example on an automotive company in Borsa Istanbul. *Journal of Economics and Business Issues*, 2(1), 14–20.
- Yin, R. (2001). *Pesquisa estudo de caso - Desenho e métodos* (2ª ed.). Porto Alegre: Bookman.