



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

***Valuation* do Botafogo Futebol e Regatas**

Rodrigo Cardoso de la Cerda

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS - CCS

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Graduação em Administração de Empresas

Rio de Janeiro, novembro de 2022.



Rodrigo Cardoso de la Cerda

***Valuation* do Botafogo Futebol e Regatas**

Trabalho de Conclusão de Curso

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao programa de graduação em Administração da PUC-Rio como requisito parcial para a obtenção do título de graduação em Administração.

Orientador(a) : Graziela Fortunato

Rio de Janeiro, novembro de 2022.

Agradecimentos

Dedico esse trabalho de conclusão de curso aos meus familiares, meus amigos e professores.

A minha família que sempre me proporcionou a base necessária para alcançar todos os meus objetivos, pelo suporte emocional ao longo dos anos e a essência de uma boa pessoa.

Em especial, gostaria de agradecer o meu avô Caca por ser uma das minhas maiores inspirações, me apresentar a paixão pelo futebol, em especial o Botafogo, e por ter sido o meu melhor amigo.

A Rafaella por ser uma das pessoas que sempre me incentivou a fazer o meu máximo e por acreditar no meu potencial.

Aos meus amigos por todo os momentos inesquecíveis e suporte ao longo da minha jornada até aqui.

A minha orientadora Graziela Fortunato por todo o apoio e suporte na elaboração desse trabalho.

Resumo

la Cerda, Rodrigo C. *Valutaion* do Botafogo Futebol e Regatas. Rio de Janeiro, 2022. 39 p. Trabalho de Conclusão de Curso - IAG Management – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Com a Lei 14.913/2021, os clubes de futebol poderão se tornar empresas, o que trará o interesse de diversos investidores para esse setor. Este trabalho tem como objetivo avaliar o clube Botafogo Futebol e Regatas através do método do Fluxo de Caixa Descontado para definir o seu valor justo e realizar comparações com o valor de venda do clube. A teoria por trás desta abordagem é discutida e aplicada aos dados do clube, do setor e macroeconômicos. Com base em premissas e projeções para os próximos anos, o resultado obtido aponta divergências entre o valor encontrado e o praticado.

Palavras-chave: *Valuation*, Botafogo Futebol e Regatas, Fluxo de Caixa Descontado, SAF, WACC

Abstract

la Cerda, Rodrigo C. *Valutaion* do Botafogo Futebol e Regatas. Rio de Janeiro, 2022. 39 p. Trabalho de Conclusão de Curso - IAG Management – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The law 14.913/2021 allows Brazilian soccer clubs to become companies, which can interest several investors to this market. This study intends to calculate Botafogo's fair value by using the Discounted Cashflow Valuation methodology. The theory behind this approach is discussed and applied to the market and club's data. Based on the premisses and projections for the following years, the results obtained diverges from the current Botafogo's cost, based on its sale.

Key-words: Valuation, Botafogo Futebol e Regatas, SAF, Discounted Cashflow, WACC

SUMÁRIO

1 . Introdução	1
1.1. Introdução ao tema e ao problema do estudo	1
1.2. Objetivo do Estudo	2
1.3. Objetivos intermediários do estudo	3
1.4. Relevância do estudo	3
1.5. Delimitação e foco do estudo	4
1.6. Estrutura do estudo	4
2 . Referencial Teórico	5
2.1. Fundamentos de <i>Valuation</i>	5
2.2. Fluxo de Caixa Descontado	6
2.2.1. Taxa de desconto	7
2.2.2. Custo de Capital Próprio	8
2.3. Setor de Futebol Brasileiro	9
2.3.1. Dados do Setor	9
2.3.2. Botafogo Futebol e Regatas	12
2.4. Trabalho Recentes	13
3 . Metodologia	15
3.1. Tipo de Pesquisa	15
3.2. Amostra e Coleta de dados	15
3.3. Variáveis e tratamento dos dados	16
3.4. Limitações	19
4 . Apresentação e análise dos resultados	20
4.1. Premissas	20
4.1.1. Classificação nos Campeonatos	20
4.1.2. Receita Bruta	20
4.1.3. Receita Líquida	24
4.1.4. Custos e Despesas	25
4.1.5. Resultado Operacional	27
4.2. Fluxo de Caixa Livre Descontado	27
5 . Conclusão	29
6 . Referências Bibliográficas	31

TABELAS

Tabela 1 - Fluxo da Caixa da Empresa	6
Tabela 2 - Receita dos Clubes com maior público.....	11
Tabela 3 - Dados Macroeconômicos para projeções.....	16
Tabela 4 - Taxa Livre de Risco e Retorno de Mercado.....	17
Tabela 5 - Cálculo Beta.....	17
Tabela 6 - Composição de Passivo Financeiro 2021 (Botafogo, 2021).....	18
Tabela 7 - Classificação por campeonato disputado	20
Tabela 8 - Receita Direitos de Transmissão (Em R\$mil)	21
Tabela 9 - Receita Premiação e Cotas de Participação.....	22
Tabela 10 - Receita Bilheteria	22
Tabela 11 - Receitas Base (em R\$ mil)	23
Tabela 12 - Receita Patrocínio e Repasse de Direitos Econômicos (Em R\$ mil).....	23
Tabela 13 - Receitas Programa Sócio Torcedor.....	23
Tabela 14 - Outras Receitas.....	24
Tabela 15 - Receita Líquida	24
Tabela 16 - Folha Salarial Anual	25
Tabela 17 - Despesas Gerais e Administrativas	26
Tabela 18 - Amortização e Depreciação.....	26
Tabela 19 - Resultado Operacional	27
Tabela 20 - Fluxo de Caixa Livre Descontado	28

FIGURAS

Figura 1 - Receita dos Clubes da Série A do Brasileiro (XP, 2022)	10
Figura 2 - Evolução das Receitas do Botafogo (XP, 2022)	12
Figura 3 - Evolução das Dívidas do Botafogo (XP, 2022)	13

1. Introdução

1.1. Introdução ao tema e ao problema do estudo

No meio acadêmico e profissional, existem diversos modelos de avaliação de empresas, onde cada um é mais adequado para o ativo analisado. Independente do modelo, o principal objetivo é determinar a precificação de um ativo com base em premissas e metodologias pré-definidas. Também conhecido como *valuation*, essa análise visa atingir um valor justo para um ativo, de modo a gerar valor para todas as partes envolvidas na transação. (DAMODARAN, 2007)

O *valuation* de um ativo ou de uma empresa é uma ferramenta que auxilia na tomada de decisão de qualquer investidor que pretende alocar ou resgatar seus recursos (LUSTOSA, 2015). Esse tipo de análise auxilia na identificação do preço de um ativo que possa estar subavaliado ou superavaliado no mercado, potencializando a capacidade de capitalização sobre esses ativos (SOUTE et al., 2008). Isso pode ser aplicado desde pequenas transações envolvendo ações, até a compra de grandes corporações.

Soute et al. (2008) indicam que dentro das diversas metodologias disponíveis para avaliação de ativos, o Fluxo da Caixa Descontado é o conceito mais utilizado, principalmente no Brasil, onde se aplica em embates jurídicos. permite compreender o valor intrínseco de uma empresa ou projeto a ser realizado. Por esses motivos, e por outros que serão abordados mais adiante, este será o método de *valuation* utilizado no estudo.

O futebol é considerado uma paixão nacional pelos brasileiros. Ao longo dos anos, o esporte transcendeu de sua importância cultural e passou a ser um negócio, não só no Brasil, mas no mundo inteiro. Quando bem gerido, é um negócio extremamente lucrativo, que movimenta bilhões de reais todos os anos; porém, os clubes de futebol brasileiros não acompanharam essa evolução econômica do esporte (BENRADT, 2019). Os clubes vêm perdendo oportunidades de se organizarem em função de explorar esse mercado lucrativo que se tornou. Benrad (2019) defende que um dos principais motivos por essa estagnação e até retrocesso é o amadorismo das gestões passadas e presentes. Os clubes vêm acumulando dívidas, atingindo recorde em 2021 de mais de R\$10

bilhões (LIMA, 2022). O Botafogo Futebol e Regatas, clube foco desse estudo, conseguiu diminuir sua dívida, mas fechou o ano com R\$863 milhões, sete vezes maior que sua receita em 2021 (LIMA,2022). Na grande maioria, a União é o principal credor das equipes brasileiras.

Com a finalidade de retomar o desenvolvimento do futebol brasileiro, foi aprovada a Lei 14.193 em agosto de 2021 que permite que os clubes deixem de ser associações sem fins lucrativos para se tornarem empresas no formato de Sociedade Anônima de Futebol (SAF). Nesse novo modelo jurídico, os times poderão abrir seu capital na bolsa de valores ou ser adquiridos por investidores, onde o objetivo será garantir a lucratividade e longevidade. Com isso, trariam outros benefícios para o mercado do futebol brasileiro como gestão profissional, expansão de mercados e inovações. No início de 2022, alguns clubes foram comprados por investidores como Cruzeiro, Botafogo e Vasco. (SIMMONS, 2022)

Valuations de clubes de futebol dificilmente se encontram em estudos publicados na academia, principalmente por se tratar de um assunto recente no cenário brasileiro. Sendo assim, o valor de compra do Botafogo de R\$400 milhões será utilizado como base comparativa para os resultados deste estudo.

Neste contexto é que se insere a questão de pesquisa proposta por este estudo, qual seja:

Qual é o valor justo do Botafogo Futebol e Regatas, utilizando o método do Fluxo de Caixa Descontado?

A hipótese do estudo é que este valor será divergente do valor pelo qual o Botafogo foi adquirido em 2022.

1.2. Objetivo do Estudo

Portanto, diante dos problemas apresentados, o objetivo desse trabalho é definir o valor justo do Botafogo Futebol e Regatas e comprar com o R\$400 milhões, que foi efetivamente pago em 2022. Para isso será desenvolvido um *valuation*, utilizando o modelo de Fluxo de Caixa Descontado, que permitirá calcular o Valor Presente Líquido.

1.3. Objetivos intermediários do estudo

Com o propósito de atingir o objetivo principal desse estudo indicado no subcapítulo 1.1, os seguintes objetivos intermediários foram traçados:

- i. Definição de premissas aproximadas da realidade, baseadas em comportamentos históricos do setor e do clube, além de dados macroeconômicos, para fazer as projeções necessárias;
- ii. Analisar a composição de capital de terceiros e capital próprio com a finalidade de calcular a taxa de desconto utilizada na precificação do clube;
- iii. Comparar o resultado obtido com a precificação utilizada para a venda do Botafogo no início de 2022.

1.4. Relevância do estudo

A pesquisa se mostra relevante para o cenário atual do mercado de futebol brasileiro. Com a permissão concedida por lei para que clubes possam tornar-se empresas, será cada vez mais comum estudos que buscam o *valuation* de equipes de futebol para auxiliar em suas vendas para investidores ou até abertura de capital. Esse estudo poderá ser utilizado por futuros pesquisadores como base para realizar suas próprias avaliações.

Esse estudo é relevante para academia pois é um setor pouco explorado no que abrange às técnicas de *valuation*. Poderá ser utilizado com base para disciplinas e fontes de estudo que tragam como assunto essa nova vertente do futebol.

Além disso, esse estudo oferece a oportunidade de os torcedores terem um conhecimento maior sobre a administração de uma equipe de futebol e o que compõe a situação financeira do clube. O futebol é uma das maiores paixões dos brasileiros e o interesse na rotina do clube sempre esteve presente entre os torcedores.

1.5. Delimitação e foco do estudo

Este estudo tem como foco calcular o valor do clube Botafogo Futebol e Regatas exclusivamente através do método do Fluxo de Caixa Descontado. Será baseado em dados e premissas reais de mercado, setor e históricos do clube que permitirá o cálculo do Valor Presente Líquido.

Além disso, o estudo aborda o espaço temporal dos últimos cinco anos, considerando que o início de suas operações foi em 2017 e que desde então houve mudanças significantes no mercado de futebol brasileiro que irão impactar a avaliação do Botafogo. Vale ressaltar que durante este período, a economia global entrou em recessão devido à pandemia do Covid-19, afetando todos os setores possíveis.

Este estudo também contém uma delimitação temporal, uma vez que serão realizadas projeções para os próximos 5 anos, considerando 2022 como Ano 0 da avaliação.

1.6. Estrutura do estudo

O desenvolvimento deste trabalho obedece à seguinte organização: o referencial teórico os principais conceitos a serem utilizados na metodologia e resultado deste estudo, dados sobre o setor e o Botafogo e trabalhos relevantes ao tema. O terceiro capítulo apresenta a metodologia adotada na pesquisa e a coleta de dados para a elaboração do Fluxo de Caixa Descontado. O quarto capítulo traz a análise dos resultados e por fim, a conclusão considera as considerações finais.

2. Referencial Teórico

Este capítulo abordará os principais conceitos e processos utilizados na realização desta pesquisa. O seu objetivo é explicar a teoria que embasa a precificação do Botafogo.

Será dividido em seções diferentes, sendo elas fundamentos de *valuation*, fluxo de caixa descontado, taxa de desconto, custo de capital próprio e de terceiros. setor de futebol brasileiro, incluindo dados do setor e do Botafogo, e trabalhos recentes sobre o tema do estudo.

2.1. Fundamentos de *Valuation*

A determinação do valor de um ativo, seja uma ação, empresa ou projeto, é obtido através de um *valuation*. A sua principal finalidade é determinar se o valor do ativo está sub ou superavaliado no mercado, visando “identificar, classificar e mensurar oportunidades de investimento em ativos” (SOUTE et. al, 2008, p. 3). O *valuation* visa guiar decisões sobre investimentos, fusões e aquisições futuras. Existem diversas abordagens para realizar um *valuation* de um ativo. Considerado o Pai do Valuation, Damodaran (2007) explica que há três principais técnicas de avaliação de ativos: pelo fluxo de caixa, descontado, avaliação relativa e avaliação por direitos contingentes. Apesar das mais variadas formas de se realizar uma avaliação de empresas, Soute et al. (2008) indicam que a mais utilizadas por profissionais de análise de investimentos é o modelo de fluxo de caixa descontado.

As variáveis mais importantes de um *valuation* são dois fatores que permitem trazer a valor presente o valor de um ativo baseado nas projeções a longo prazo: tempo e taxa de desconto. A variável do tempo representa o período, normalmente em anos, que será utilizado no fluxo de caixa projetado, tendo como base o Ano 0, marcador do início do cálculo. A taxa de desconto se refere ao custo de capital utilizado para atualizar/trazer o valor dos fluxos de caixas futuros para o presente, indicado o valor presente líquido do ativo avaliado. O custo de capital é influenciado por diversos fatores macro e

microeconômicos que podem ser estimados de forma conservadora ou arrojada, dependendo do ativo em questão.

2.2. Fluxo de Caixa Descontado

O Fluxo de Caixa Descontado (FCD) permite compreender o valor intrínseco de uma empresa ou projeto a ser realizado. Essa metodologia diz que se pode calcular o valor justo de um ativo ao trazer para valor presente as projeções de fluxos de caixas futuros, descontadas por uma taxa de desconto ou risco. Segundo Copeland, Killer e Murrin (2002, p. 55), o valor pago por investidores se baseia na sua esperança por desempenhos futuros, não por aquilo que já fez no passado ou pelo custo de seus ativos. Segundo Soute et al. (2008), o FCD pode ser analisado de três maneiras diferentes: fluxo de dividendos, fluxo de caixa do acionista e fluxo de caixa da empresa. O fluxo de caixa da empresa é a capacidade da empresa de geração de caixa proveniente de suas operações normais ou seu potencial de geração de riqueza decorrentes de suas competências operacionais (MARTELANC, PASIN E CAVALCANTE, 2005). O modelo pode ser descrito da seguinte forma:

Tabela 1 - Fluxo da Caixa da Empresa

Fluxo de Caixa da Empresa	
Receita Líquida	
(-)	Custo do Produto Vendido e Despesas
(=) EBIT	
(-)	Imposto de Renda (IR)
(=) EBIT * (1 – IR)	
(+)	Depreciação e Amortização
(-)	Investimentos
(-)	Variação do Capital de Giro
(=) Fluxo de Caixa da Empresa	

O Valor Presente Líquido (VPL) é utilizado para calcular o valor justo do investimento ou negócio no presente momento. Trata-se da soma de fluxos de caixa descontados a uma taxa de juros, para o instante presente (MANTOVAN,

2013). Também pode-se dizer que é a soma do FCD acrescido do investimento inicial feito no Ano 0. O VPL pode ser calculado da seguinte maneira:

$$\sum_1^n \frac{FCL_N}{(1+r)^N} - INV_0 \quad (1)$$

Onde:

FCL = Fluxo de Caixa Livre

r = Taxa de Desconto (WACC)

n = Período de cada FCL

INV₀ = Investimento Inicial

Assim como qualquer outra metodologia de pesquisa, o FCD apresenta suas vantagens e desvantagens. Segundo Silva (2016), quando feito de forma correta, esse modelo exige maior compreensão possível do ativo analisado, incluindo questões internas como também do mercado em que está inserido. Essa necessidade de inteiração por parte do analista, pode resultar em dados mais precisos e factíveis com a realidade. Por se tratar de uma metodologia que necessita uma grande quantidade de informações, as chances de erros podem aumentar com a quantidade de premissas e a forma que serão utilizados. Damodaran (2007) aponta que os dados utilizados podem ser facilmente manipulados para alcançar o valor desejado pelo autor. Além disso, Cerbasi (2003) acrescenta mais uma desvantagem ao alegar que em mercados voláteis, como o brasileiro, as projeções baseadas nas premissas estabelecidas podem trazer um nível de incerteza que prejudicam o resultado.

2.2.1. Taxa de desconto

A taxa de desconto, também chamada de custo de capital, é definida por Martins (2006) como “a taxa escolhida é usualmente o custo médio ponderado de capital, devido à sua capacidade implícita de incorporar os riscos associados a determinado negócio.” Trata-se de um cálculo complexo devido a sua relatividade com cada negócio, não tendo uma resposta correta. Estudos

realizados sobre os mesmos ativos podem obter resultados diferentes devido à taxa escolhida.

O cálculo da taxa de desconto envolve a média ponderada entre o custo de capital próprio e de terceiros, ou o indicador WACC. Este é calculado da seguinte maneira:

$$WACC = (CT \times K_d) + (CP \times K_e) \quad (2)$$

Onde:

CT = Capital de Terceiros / Patrimônio Líquido da Empresa

CP = 1 – CT = Capital Próprio / Patrimônio Líquido

K_d = Custo Líquido de Capital de Terceiros

K_e = Custo de Capital Próprio

2.2.1.1. Custo de Capital de Terceiros

O Custo de Capital de Terceiros, também conhecido como custo da dívida, se refere aos juros atuais pagos pelas dívidas contraídas pela empresa (SILVA, 2016). Logo, este está associado ao risco de inadimplência percebido pelos credores da empresa (LEAL, 2012). À medida que o risco da inadimplência da empresa aumenta, é costume que os credores cobrem *spreads* mais altos nos empréstimos. A fórmula para calcular o Custo de Capital de Terceiros é:

$$K_d = K_t \times (1 - \alpha) \quad (3)$$

Onde:

K_t = taxa de empréstimo ponderada

α = alíquota de imposto considerada

2.2.2. Custo de Capital Próprio

Damodaran (2007) diz que o modelo de precificação de ativo de capital, mais conhecido como CAPM é o padrão para mensurar o risco do capital próprio e calcular seu custo também. Trata-se do retorno mínimo que os acionistas esperam receber levando em consideração os riscos intrínsecos da operação. Conforme exposto anteriormente, a forma de calcular o custo de capital próprio é:

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \beta \quad (4)$$

Onde:

R_f = Taxa livre de Risco

R_m = Taxa de Retorno do Mercado

β = Coeficiente de Risco Sistemático da Empresa

Para calcular o CAPM, precisa estimar as três variáveis vistas acima. São essas a taxa livre de risco, prêmio de risco e coeficiente de risco de mercado. Um ativo livre de risco é aquele em que o investidor não terá nenhum risco de variação do investimento, tendo certeza do retorno esperado (DAMODARAN, 2007). Os títulos públicos são boas estimativas para taxas livres de riscos (LEAL, 2012). O coeficiente Beta representa a variação do investimento conforme a variação do mercado, ou seja, mede o risco sistemático do investimento (LEAL, 2012). Em caso de empresas fechadas, se torna difícil a estimativa do CAPM pois a falta de informação disponível dificulta a elaboração do Beta. Tomazoni e Menezes (2002) defendem que há maneiras para se definir o coeficiente de empresas de capital fechado, onde a principal é utilização de Betas de empresas comparáveis. O prêmio de risco é a diferença entre a taxa de retorno do mercado e a taxa livre de risco, ou seja, mede o retorno extra que investidores esperam ao trocarem investimentos com menos riscos por mais riscos (DAMODARAN, 2007).

2.3. Setor de Futebol Brasileiro

2.3.1. Dados do Setor

O mercado do futebol mundial é uma das maiores potências que existe. Somente no primeiro semestre de 2022, os clubes ao redor do mundo gastaram

R\$31,5 bilhões somente com transferência de jogadores, valor recorde até o momento (REIS, 2022). É possível ver cada vez maiores cifras no mercado futebolístico e o cenário brasileiro segue o mesmo caminho. Em 2021, as 20 equipes brasileiras da primeira divisão somaram um faturamento de R\$6,6 bilhões (XP, 2022). A receita das 20 equipes da segunda divisão representa aproximadamente 14% do faturamento do grupo da 1ª divisão, com um total de R\$900 milhões.

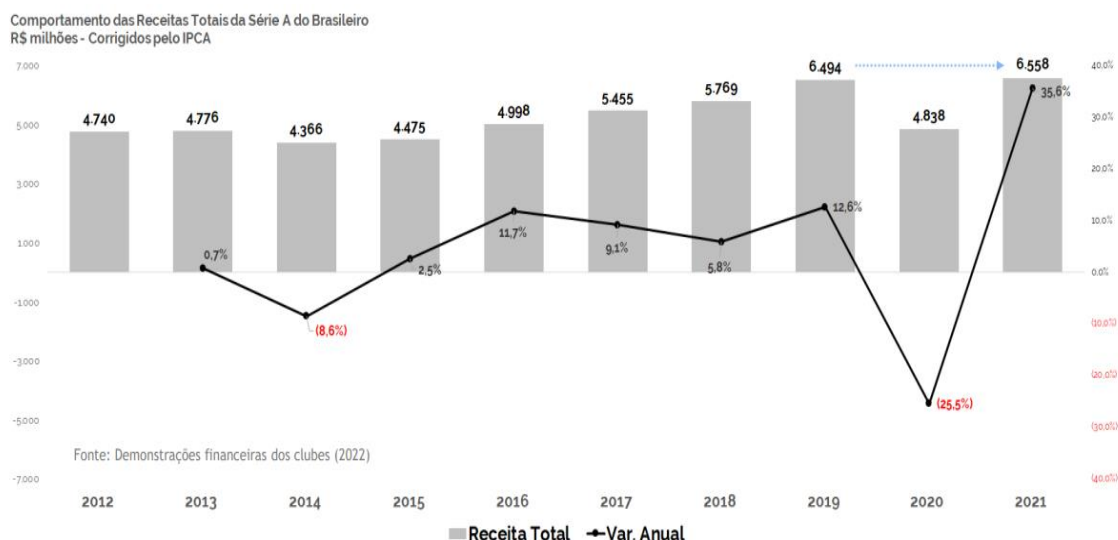


Figura 1 - Receita dos Clubes da Série A do Brasileiro (XP, 2022)

De acordo com o Figura 1, pode-se observar que 2020 apresentou uma queda brusca do faturamento das equipes (-25,5%), tendo como principal causadora a pandemia. Assim como todos os setores econômicos, o mercado de futebol também foi impactado por todas as paralizações e restrições necessárias do momento. As equipes sofreram perdas significativas com a suspensão dos jogos e a retração do setor publicitário (AFONSO E TRENGROUSE, 2020). Os poucos clubes que possuíam um melhor controle financeiro e uma gestão mais profissional enfrentaram as paralizações de maneira mais tranquila, enquanto o restante teve que recorrer a demissões, empréstimos ou aderir às medidas provisórias do Governo Federal (BARBOSA E LIMA, 2022). A Tabela 2 demonstra os impactos da pandemia na receita das equipes com a maior média de público nos jogos.

Tabela 2 - Receita dos Clubes com maior público

	Renda de Bilheteria		Receita total		Proporção da renda de bilheteria na receita total	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Flamengo	53,4	0	967,9	654,9	5,52%	-
Corinthians	31,5	0	413,3	446,8	7,62%	-
Palmeiras	29,5	0	713,1	585,2	4,14%	-
São Paulo	23,9	0	430,0	381,0	5,56%	-
Vasco	17,8	0	240,1	200,1	7,41%	-
Internacional	15,1	0	476,5	309,4	3,17%	-
Bahia	9,8	0	202,0	143,8	4,85%	-
Fluminense	9,8	0	286,4	189,8	3,42%	-
Fortaleza	9,1	0	138,1	93,6	6,59%	-
Ceará	8,3	0	112,7	103,1	7,36%	-

Fonte: Barbosa e Lima, 2022

A pandemia ressaltou o amadorismo do futebol brasileiro. As principais e mais poderosas equipes de futebol do mundo deixaram de ser associações para virarem empresas. Tornou-se necessário que essas equipes tivessem uma estrutura de governança profissional, com suas finanças auditadas e transparentes, garantindo a saúde e a continuidade dos negócios. Os clubes brasileiros estão cada vez mais endividados, utilizando dinheiro público, e sem a possibilidade de pedir recuperação judicial ou alegar falência. Entre os maiores mercados do futebol mundial, o Brasil é o único onde não tem uma liga estruturada pelas equipes e nem clube empresa. Recentemente, foi aprovada a Lei nº 14.193 que permite que equipes de futebol se tornem empresas visando a profissionalização desse mercado e atingir o desenvolvimento ideal. (AFONSO E TRENGROUSE, 2020).

O mercado do futebol brasileiro apresenta um grande potencial de crescimento. São mais de 650 equipes ativas por todo país, empregando um total de 371 mil pessoas de forma direta, indireta e induzida (XP, 2022). Além disso, o Brasil é o maior exportador de jogadores para outros países, ou seja, fonte de receita em moeda estrangeira enquanto os custos de desenvolvimento dos jogadores são em moeda nacional – Reais, vantajoso devido ao câmbio desvalorizado (AFONSO E TRENGROUSE, 2020).

2.3.2. Botafogo Futebol e Regatas

O Botafogo Football Club foi fundado em 1904 no formato de associação entre amigos para jogar futebol. Rapidamente, começou a se tornar um negócio profissional, participando de competições estaduais, ganhando seu primeiro título em 1910. Em 1942, realizou a fusão com o Clube de Regatas Botafogo, recebendo o nome de Botafogo Futebol e Regatas. Desde então, o clube se destacou em diversas competições nacionais e internacionais, revelando diversos ídolos do futebol brasileiro como Garrincha, Nilton Santos, Jairzinho e Zagallo. (BOTAFOGO, s.d.)

Com altos e baixos ao longo de sua história, o Botafogo entrou em crise financeira em 2014 após a má gestão do presidente do clube na época que encerrou o seu mandato com dívidas astronômicas e com um déficit naquele ano de R\$178 milhões (BOTAFOGO, 2014). Em 2021, o clube atingiu o recorde de dívida em sua história com um montante próximo a R\$1 bilhão (PETROCILLO, 2021). A má gestão ao longo dos anos impossibilitou o desenvolvimento do clube, que acabou sendo rebaixado duas vezes para a segunda divisão nacional em menos de 10 anos. A situação do clube se tornou praticamente irreversível ao longo dos anos, pois as suas receitas diminuíram enquanto as dívidas aumentavam, segundo as Figuras 3 e 4.



Figura 2 - Evolução das Receitas do Botafogo (XP, 2022)

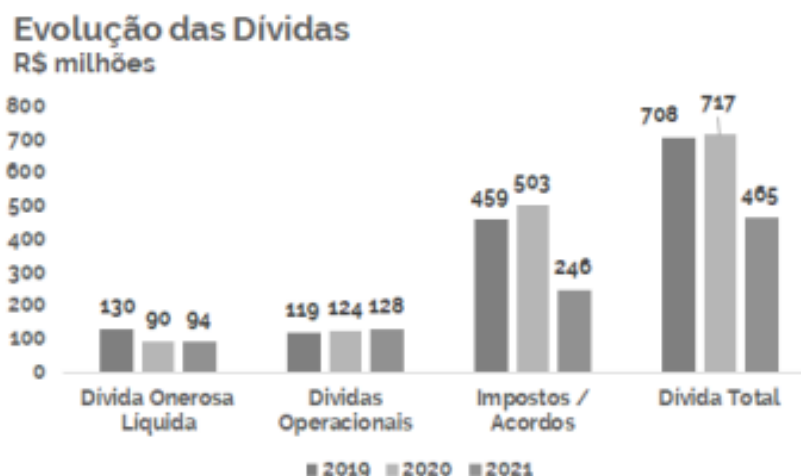


Figura 3 - Evolução das Dívidas do Botafogo (XP, 2022)

Após a liberação para entidades esportivas se tornarem empresas, o Botafogo foi o segundo time de futebol brasileiro a aderir esse novo movimento, atrás apenas do Cruzeiro. Liderado pela XP Investimentos, o Botafogo foi adquirido pelo investidor norte-americano John Textor pelo valor de R\$400 milhões por 90% da operação (BARROS, 2022). O mesmo investidor já tem participações em outros times de futebol ao redor do mundo como o Olympique de Lyonnais (França), Crystal Palace (Inglaterra) e RWD Molenbeek (Bélgica). A venda visa além do alívio financeiro, envolvendo o desenvolvimento da equipe em uma das potências nacionais.

2.4. Trabalho Recentes

Dantas (2015) defende que a profissionalização da gestão de clubes de futebol combinado com forte investimento na formação de novos jogadores e infraestrutura pode resultar na elevação do valor de mercado dos times. Assim, Dantas (2015) pôde correlacionar o valor de mercado de cada time com o seu desempenho nos campeonatos, indicando que quanto maior a quantidade de recursos financeiros pertencentes ao clube, melhores foram os resultados atingidos em comparação com times de menor investimentos. Seu resultado recomenda uma gestão estratégica para garantir a eficácia da administração dos clubes, visando sempre o equilíbrio entre lucratividade e desempenho em campo.

Benradt (2019) defende que as equipes de futebol brasileiras não acompanharam a evolução do esporte como um negócio. Amarrado a um modelo jurídico antiquado e carente de gestão profissional, o futebol brasileiro carecia de um impulso para aproveitar o crescimento exponencial do “mercado da bola”. A Sociedade Anônima do Futebol (SAF), possibilitada pela Lei 14.193, inspiradas em modelos estrangeiros, criou ferramentas jurídicas que visam o desenvolvimento econômico e comercial das equipes de futebol. Além do desenvolvimento, as SAFs estimulam gestões corporativa e sustentável.

A metodologia mais adequada para realizar o *valuation* das equipes de futebol ainda está em discussão, por se tratar de um assunto recente no Brasil. São diversos os modelos utilizados ao redor do mundo por revistas como Forbes e empresas de auditorias como KPMG e Deloitte para definir o valor dos times mais valiosos. As mais variadas metodologias têm como desvantagem a subjetividade e a ocultação dos cálculos por parte dos autores, de forma a permitir a evolução das pesquisas. Markham (2013) apresentou o “Modelo Multivariado para Avaliação de Clubes” visando agrupar os métodos disponíveis para permitir a valoração mais coerente com a realidade. Seu método inclui os valores financeiros, contábeis, gerenciais e estruturais. Ao replicar no cenário brasileiro, encontra-se a dificuldade devido à existência de patrimônio líquido negativo das equipes e operação deficitária por grande parte das equipes, o que não acontece com outros modelos como o de fluxo de caixa descontado. (ASSIS, 2019)

3. Metodologia

Esse capítulo abordará a metodologia, ou método de pesquisa, utilizado para a realização do estudo, subdividido em quatro partes: tipo de pesquisa; coleta de dados; tratamento e análise de dados; e limitações do estudo.

3.1. Tipo de Pesquisa

Segundo Sobral e Peci (2013), há três tipos de pesquisa de mercado que podem ser utilizadas durante estudos: pesquisa descritiva, pesquisa exploratória e pesquisa experimental. Independentemente do tipo escolhido, a pesquisa é feita com base em coleta e análise de dados sobre os comportamentos e valores de consumidores/mercados.

O tipo de pesquisa a ser utilizado neste estudo será a pesquisa exploratória, pois exige a busca pelo máximo de informação possível para garantir uma fundação maior nas decisões e opiniões a respeito do assunto central da pesquisa.

3.2. Amostra e Coleta de dados

Para realizar um *valuation*, é necessário utilizar dados de empresas para elaborar premissas e projeções. Não é possível realizar tal estudo utilizando somente dados quantitativos ou qualitativos. Os dados que serão utilizados são tanto do espectro quantitativo (dados numéricos financeiros) e qualitativo (análise de documentos e mercado). O propósito dos dados quantitativos é para identificar os fatores que impactam os resultados da empresa, enquanto os dados qualitativos são elaborados para fundar as premissas e permitir as projeções.

A coleta dos dados quantitativos será realizada através do site de Portal de Transparência do Botafogo, incluindo o Portal de Transparência de outros clubes de futebol, para acessar os relatórios financeiros, sites de notícias

esportivas como Globo Esporte e banco de dados das entidades futebolísticas, todos contendo informações relevantes ao desempenho financeiros do clube, do esporte e de seu ambiente externo também. O período que será analisado será do ano de 2017 ao ano de 2021. Alguns dados qualitativos são gerados durante o estudo, porém outros como previsões de indicadores/mercado podem ser coletados através de relatórios de instituições governamentais.

3.3. Variáveis e tratamento dos dados

A pesquisa utilizará os dados quantitativos disponibilizados através do site do Portal de Transparência do Botafogo, pegando o período de 2017 a 2021, para elaborar a projeção do DRE. Diferente do método convencional de *valuation*, não é possível utilizar as análises horizontais e verticais para auxiliar nas projeções pois os resultados financeiros estão diretamente ligados ao desempenho do time nas competições ao longo dos anos. A grande maioria das receitas serão projetadas por índices macroeconômicos, conforme a Tabela 3, ou histórico de outros times bem-sucedidos, tendo o resultado impactado diretamente pelas premissas de classificação em cada campeonato. Este foi o formato mais adequado para garantir que as premissas reflitam um cenário mais realista.

Tabela 3 - Dados Macroeconômicos para projeções

Indicadores	2022	2023	2024	2025	2026	2027
IPCA	6,7%	5,3%	3,4%	3,0%	3,0%	3,0%
IGP-M	10,5%	4,7%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Selic	13,75%	11,25%	8,00%	7,75%	7,75%	7,75%

Fonte: Relatório Focus BCB – Set/2022

A partir dos dados macroeconômicos projetados e coletados do Relatório Focus (2022), será elaborado uma projeção do Fluxo de Caixa Livre Descontado (FCLD) do Botafogo, visando o período de 2022 a 2027.

Com base na teoria e fórmulas representadas no item 2.2.1 e seus respectivos subcapítulos, apresenta-se os parâmetros apurados e o cálculo do WACC.

Para o cálculo do Custo de Capital Próprio, o investimento inicial de R\$250 milhões, a taxa livre de risco foi representada neste estudo pelo retorno médio do CDI, enquanto para o retorno de mercado foi utilizado a média do Ibovespa, ambos no período de 2017 a 2021, conforme ilustrado na Tabela 4.

Tabela 4 - Taxa Livre de Risco e Retorno de Mercado

	2017	2018	2019	2020	2021	Média
CDI	9,93%	6,42%	5,96%	2,75%	4,42%	5,90%
Ibovespa	26,90%	15,00%	31,90%	2,80%	-11,30%	13,06%

Fonte: Debit, 2022

O Beta (β) foi calculado com base na média de diversos clubes que tem seu capital aberto em bolsas de valores ao redor do mundo. Não foi possível utilizar outro clube brasileiro como exemplo, uma vez que o cenário mundial não se repete no Brasil.

Tabela 5 - Cálculo Beta

Clube	Beta
Manchester United	0,7
Juventus	1,07
Borussia Dortmund	1,12
Roma	2,65
Ajax	0,51
Celtic	0,34
Benfica	0,7
Lazio	1,82
Sporting	0,81
Porto	1,09
Média	1,08

Fonte: Yahoo Finance, 2022

Desse modo, o custo de capital próprio (K_e) é de 13,64% ao ano, conforme o cálculo abaixo.

$$K_e = 5,90\% + (13,06\% - 5,90\%) * 1,08$$

$$K_e = 13,64\% \text{ a.a.}$$

Para calcular o Custo de Capital de Terceiros, foram utilizados os demonstrativos financeiros de 2021 para analisar a composição dos passivos que incorrem juros. A Tabela 6 ilustra a composição da dívida atual do Botafogo, indicando o montante e suas respectivas taxas de juros.

Tabela 6 - Composição de Passivo Financeiro 2021 (Botafogo, 2021)

Valor (R\$ mil)	Taxa de Juros	Composição
21.154	22% a.a.	25%
3.319	100% CDI	4%
62.564	IPCA a.a.	71%

A média do IPCA anual para o período abordado no estudo foi de 4,07% a.a., enquanto para o cálculo do CDI anual, foi utilizado a média da taxa Selic, decrescido de 0,10 p.p., que representa a diferença média histórica entre a Selic e o CDI, ficando em 9,28% a.a. Com esses dados foi realizado uma média ponderada para determinar a taxa de empréstimo ponderada, representado no cálculo:

$$K_t = (0,25 * 22\%) + (0,04 * 9,28\%) + (0,71 * 4,07\%)$$

$$K_t = 8,56\% \text{ a.a.}$$

Levando em consideração que o estudo está feito utilizando o regime de Tributação Especial do Futebol (TEF), a alíquota de IRPJ e CSLL de 5% mensal não impacta o custo da dívida, resultando em um custo de capital de terceiros (K_d) efetivo de 8,56%.

Por fim, com um K_e de 13,64%, um K_d de 8,56% e uma alavancagem financeira 26%, chega-se a um WACC de 12,32% ao ano.

$$WACC = (13,64\% * 74\%) + (8,56\% * 26\%)$$

$$WACC = 12,32\% \text{ ao ano}$$

3.4. Limitações

Existem certas limitações para este método de pesquisa adotado para o estudo. A disponibilidade de dados históricos em um período curto prejudica a realização das projeções de resultado. Por não se tratar de empresas listadas em bolsa de valores, os documentos contábeis têm pouca padronização, dificultando a compilação dos dados e limitando o período a ser utilizado.

Além disso, não há informações disponíveis de outras fontes confiáveis, limitando a pesquisa há uma única fonte, o próprio Botafogo. Os relatórios contam com diversas linhas genéricas desacompanhadas de memória de cálculo ou notas explicativas, impossibilitando a utilização delas no estudo. Pode-se incluir também que a realização de tal estudo fora permitido recentemente, uma vez que o governo sancionou uma lei que permite a transformação de clubes de futebol em sociedades anônimas, o que reduz o número de outros estudos disponíveis para serem utilizados como base/fonte.

4. Apresentação e análise dos resultados

4.1. Premissas

4.1.1. Classificação nos Campeonatos

A classificação, ou a posição da equipe nos campeonatos, é a principal premissa que impacta todas as outras e os resultados projetados do estudo. A receita de um time de futebol está relacionada com o desempenho da equipe ao longo dos anos nas competições. Bons resultados refletem em ganhos maiores em todos os aspectos, incluindo as premiações, direitos de transmissão, publicidade, bilheteria, dentre outros. As melhores classificações são frutos de constantes investimentos e aperfeiçoamento do time, mas vale ressaltar, que os resultados do futebol não seguem uma lógica específica em que os times com maior poder financeiro e melhor estruturação são vitoriosos. Apesar disso, esses aspectos garantem uma maior estabilidade de rendimento dos times.

Tabela 7 - Classificação por campeonato disputado

Campeonato	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Estadual	2°	1°	1°	1°	2°	1°
Brasileiro	8°	5°	3°	2°	1°	2°
Copa do Brasil	4°	3°	2°	1°	2°	1°
Libertadores	-	4°	2°	1°	3°	2°

4.1.2. Receita Bruta

As linhas de receita de um clube de futebol são: direitos de transmissão, premiação e cotas de participação, bilheteria, patrocínio e publicidade, repasse de direitos econômicos, programa sócio torcedor e outras receitas. As linhas de receita foram majoritariamente projetadas com correção dos valores históricos

pelo IPCA. As fontes de recursos que tiveram outros métodos de cálculos serão explicadas em seus respectivos subcapítulos.

4.1.2.1. Direitos de Transmissão

A projeção da linha de receita de direitos de transmissão está diretamente ligada à quantidade de jogos realizados com o mando de campo do Botafogo. Logo, o rendimento da equipe nos campeonatos tem grande peso nos resultados. Foram utilizados os valores dos anos passados e a quantidade de jogos para estabelecer um ticket-médio por jogo que o Botafogo recebe das emissoras. Para a projeção desse ticket-médio, foi utilizado um Fator de Correção Monetária (FCM) para projetar as renovações dos contratos estabelecidos entre as duas partes. O FCM engloba a média dos índices de inflação IPCA e IGP-M. A Tabela 6 ilustra o cálculo da receita advinda dos direitos de transmissão dos jogos.

Tabela 8 - Receita Direitos de Transmissão (Em R\$mil)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ticket Médio	1.519	1.604	1.692	1.782	1.876	1.976
Nº Jogos	31	41	43	42	42	43
Resultado	47.089	65.764	72.756	74.844	78.792	84.968

4.1.2.2. Premiação e Cotas de Participação

A linha de receita de premiação e cotas de participação se refere às bonificações que os times ganham por participação nos campeonatos. Os valores variam de acordo com cada competição e a posição que o time conquistar. Analisando os dados históricos nos demonstrativos financeiros do Botafogo, pode-se observar que pouco cresceu as receitas desta linha de um ano para outro, com a exceção dos anos de 2018 e 2019, onde alguns campeonatos alteraram os contratos, permitindo um prêmio maior para os vencedores, mas que depois voltaram a apresentar o mesmo comportamento de

crescimento anual. Dito isto, para as projeções futuras, os valores foram corrigidos ao IPCA previsto para cada ano.

Tabela 9 - Receita Premiação e Cotas de Participação

(Em R\$mil)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Resultado	34.470	82.691	166.840	269.715	136.141	225.774

4.1.2.3. Bilheteria

O público relacionado nos relatórios administrativos do Botafogo sofre com uma variação devido aos últimos anos de pandemia, dificultando a utilização desses dados para realizar uma projeção. Então, foi utilizada a média de público por jogo no estádio do Botafogo até julho de 2022 com base para evolução dos anos seguintes. A média aumentou linearmente 2.500 torcedores por jogo, seguindo o crescimento histórico dos anos mais vitoriosos do clube. Para calcular a receita, foi utilizada a média dos ingressos dos anos anteriores, corrigida ao IPCA para o ano de 2022, corrigido para os anos subsequentes pelo mesmo índice conforme a Tabela 3.

Tabela 10 - Receita Bilheteria

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Média Público	22.500	25.000	27.500	30.000	32.500	35.000
Ticket Médio	26	27	28	29	30	30
Nº Jogos	31	41	43	42	42	43
Resultado (R\$mil)	17.859	27.636	32.969	36.184	40.375	45.852

4.1.2.4. Patrocínio e Repasse de Direitos Econômicos

As receitas provenientes de patrocínio e repasses de direitos econômicos compõem uma porcentagem significativa da receita de times de futebol. Estas estão ligadas ao rendimento do time nas competições e nos investimentos realizados também. Para projetar os valores das duas linhas, foi realizado um levantamento dos valores históricos dos três times mais vitoriosos nos últimos anos do futebol brasileiro: Flamengo, Palmeiras e Atlético Mineiro. Com esses valores, foi possível estabelecer uma média do crescimento anual de cada

receita, utilizada para as projeções. A Tabela 11 ilustra o crescimento anual das linhas de receita dos três times consolidadas, indicando a média anual.

Tabela 11 - Receitas Base (em R\$ mil)

Receitas	2017	2018	2019	2020	2021	Crescimento
Patrocínio	165.655	204.812	220.445	230.535	385.849	26%
Repasse	263.640	316.251	514.085	398.342	516.723	22%

A Tabela 12 ilustra o resultado de ambas as linhas conforme as premissas da Tabela 11.

Tabela 12 - Receita Patrocínio e Repasse de Direitos Econômicos (Em R\$ mil)

Receitas	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Patrocínio	10.622	13.363	16.811	21.149	26.606	33.472
Repasse	43.716	53.521	65.525	80.221	98.214	121.242

4.1.2.5. Programa Sócio Torcedor

O programa Sócio Torcedor, atualmente chamado Camisa 7, trata-se de uma fonte de receita recorrente do time que fornece diversos benefícios aos aderentes. Pode-se dizer que o seu crescimento também está relacionado com o desempenho da equipe nas competições, pois se os campeonatos forem conquistados, a demanda por ingressos será maior e este programa dá prioridades nas compras. Com base nos dados atuais, foi definido que a quantidade de sócios para o ano de 2022 seria de 40 mil e seguiria com um crescimento linear de 5 mil sócios nos primeiros 5 anos. Para calcular a receita de 2022, foi utilizado um preço médio das mensalidades disponíveis. O preço usado foi corrigido ao IPCA, apresentados na Tabela 3 para os cálculos dos resultados futuros.

Tabela 13 - Receitas Programa Sócio Torcedor

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Nº Sócios	40.000	45.000	50.000	55.000	60.000	65.000

Ticket Médio	30	32	33	34	35	36
Resultado (R\$mil)	14.400	17.059	19.600	22.207	24.953	27.843

4.1.2.6. Outras Receitas

Essa linha de receita não é discriminada nas notas explicativas dos demonstrativos financeiros do clube, porém, devido à falta de padronização, pode-se observar alguns itens que possivelmente compõe esta linha tais como eventos promocionais, aluguel do estádio e alguns outros programas do clube. Durante esse período analisado, esta linha representa aproximadamente 15% da receita bruta total, indicando certa relevância, mas que foi diminuindo ao longo dos anos, fechando 2021 com somente 9%. Visando sua representatividade nos resultados do clube, esta linha foi considerada para a elaboração do resultado, porém, seguindo o histórico, sua porcentagem com relação à receita foi diminuindo uma vez que as prioridades do Botafogo voltaram principalmente para o esporte em si. Com isso, a projeção para os anos seguintes foi corrigida ao IPCA previsto para cada ano, segundo a Tabela 3.

Tabela 14 - Outras Receitas

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Resultado	27.327	28.775	29.757	30.649	31.568	32.516

4.1.3. Receita Líquida

Considerando o fato que o Botafogo virou uma empresa, não se pode utilizar mais a mesma tributação antes praticada devido os requisitos da Lei 14.193. A lei implica que as SAFs paguem os seus impostos mensalmente, em boleto único (PIS, COFINS, ISS, IR), no valor de 5% da receita bruta mensal, chamado de TEF. Dito isto, a Tabela 14 evidencia o cálculo da Receita Líquida, resultado da diferença da Receita Bruta e TEF.

Tabela 15 - Receita Líquida

R\$ mil	2022	2023	2024	2025	2026	2027
---------	------	------	------	------	------	------

Rec. Bruta	195.480	288.807	404.270	534.968	436.668	570.661
TEF	(9.775)	(14.440)	(20.124)	(26.748)	(21.833)	(22.826)
Rec. Liq.	185.705	274.367	384.146	508.220	414.835	547.835

4.1.4. Custos e Despesas

Os custos e despesas do Botafogo podem ser divididos em três principais grupos: Pessoal; Despesas Gerais e Administrativas; e Depreciação e Amortização.

4.1.4.1. Pessoal

Com um aporte inicial do investidor, seria possível que o Botafogo realizasse investimentos na contratação de jogadores a fim de montar uma equipe. Os dados históricos não discriminavam a folha salarial; então, para começar a projeção do ano 0 (2022), utilizou-se a notícia recente do Globo Esporte (2022), onde a folha salarial do Botafogo é de R\$120 milhões. Para os anos seguintes, foi estipulado um acréscimo de R\$2 milhões mensais que permitiria ao clube a contratação de novos jogadores do mesmo nível técnico ou superiores.

Tabela 16 - Folha Salarial Anual

Em R\$ mil	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Salários	120.000	144.000	168.000	192.000	216.000	240.000

4.1.4.2. Despesas Gerais e Administrativas

Essa linha do DRE compõe um grupo de diversas despesas que são essenciais para o funcionamento de um time de futebol como materiais, administrativas, serviços terceirizados, taxas de entidades do futebol, funcionamento do estádio e outras despesas. Com base nos dados históricos, pode-se notar que elas não são variáveis conforme a quantidade de partidas

jogadas ou o rendimento do time. Logo, para projetar os valores para os anos seguintes foi utilizada uma média dos valores históricos corrigidos ao IPCA para o ano de 2022 e corrigido ao mesmo índice para os anos subsequentes. Vale ressaltar que a linha de outras despesas foi desconsiderada para a projeção uma vez que se referia somente a contingências lançadas nos demonstrativos financeiros do Botafogo.

Tabela 17 - Despesas Gerais e Administrativas

Em R\$ mil	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Material	1.769	1.863	1.926	1.984	2.105	2.105
Administrativas	28.892	30.424	31.461	32.405	33.377	34.379
Terceirizados	16.920	17.817	18.424	18.977	19.546	20.133
Entidades	5.682	5.983	6.187	6.372	6.563	6.760
Estádio	13.881	14.616	15.115	15.568	16.035	16.516
Total	67.144	70.703	73.113	75.306	77.626	79.893

4.1.4.3. Amortização e Depreciação

A depreciação de um time de futebol está relacionada aos seus ativos como estádio, centros de treinamentos, veículos, dentre outros. Já a amortização está diretamente ligada aos direitos econômicos que o clube detém de seus jogadores. À medida que o Botafogo irá adquirindo jogadores de níveis superiores, mais caros, é compreensível que esses custos aumentem consideravelmente. Para projetar os valores da depreciação, foi utilizada a relação Depreciação x Receita Líquida, no período de 2017 a 2021. Nesta relação, a proporção se manteve estável, e por esse motivo, considerou-se que o mesmo nível para os próximos anos, 0,33% da Receita Líquida. Já em relação à amortização, foi estabelecida uma proporção entre o custo de Pessoal versus Amortização. Utilizando o mesmo pensamento, projetou-se os valores com base na proporção histórica, 9% da folha salarial.

Tabela 18 - Amortização e Depreciação

Em R\$ mil	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Amortização	10.800	12.960	15.120	17.280	19.440	21.600
Depreciação	610	901	1.261	1.669	1.362	1.799

4.1.5. Resultado Operacional

O resultado operacional, também chamado de EBIT (*Earnings Before Interests and Taxes*) trata-se do lucro advindo da operação da empresa, descontando todos os custos e despesas operacionais, incluindo amortização e depreciação. A Tabela 18 demonstra o Resultado Operacional projetado para o Botafogo.

Tabela 19 - Resultado Operacional

Em R\$ mil	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Rec. Liq	185.705	274.367	384.146	508.220	414.835	547.835
C&D*	(187.144)	(214.703)	(241.113)	(267.306)	(293.626)	(319.893)
De&A**	(11.410)	(13.861)	(16.381)	(18.949)	(20.802)	(23.399)
EBIT	(12.847)	45.803	126.562	221.964	100.466	204.543

*C&D = Custos e Despesas

** De&A = Depreciação e Amortização

4.2. Fluxo de Caixa Livre Descontado

O Fluxo de Caixa do Botafogo foi elaborado a partir dos dados apresentados em todos os subcapítulos do capítulo 4 desse estudo. A partir do Resultado Operacional, deve-se subtrair os investimentos realizados, considerando um aporte inicial de R\$250 milhões, adicionar a variação do capital de giro - que para esse estudo foi zero ao longo dos anos, uma vez que o prazo médio de pagamento e recebimento se anulam - e adicionar as despesas que não tem efeito de caixa como a Depreciação e Amortização, resultando no Fluxo de Caixa Livre. Foi utilizado o WACC calculado no capítulo 3.3 para o cálculo do Fluxo de Caixa Livre Descontado e o VPL, obtendo o valor justo do Botafogo.

Tabela 20 - Fluxo de Caixa Livre Descontado

Fluxo de Caixa Livre	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Resultado Operacional	(12.847)	45.803	126.562	221.964	100.466	204.543
(-) Investimentos	(250.000)					
(+/-) Capital de Giro	-	-	-	-	-	-
(+) Depreciação e Amortização	11.410	13.861	16.381	18.949	20.802	23.399
Fluxo de Caixa Livre	(251.437)	59.664	142.943	240.913	121.268	227.942
FCL Acumulado	(251.437)	(191.773)	(48.830)	192.083	313.351	541.293
FCL Descontado	(251.437)	53.120	113.304	170.013	76.192	127.505
FCL Descontado Acumulado	(251.437)	(198.318)	(85.014)	84.99	161.192	288.697

Com base nos dados da Tabela 19, o clube do Botafogo foi avaliado em aproximadamente R\$257 milhões, com uma taxa interna de retorno de quase 45%. Comparado ao valor que o time foi adquirido no início de 2022 por John Textor, R\$400 milhões, o estudo indica que a venda foi superavaliada.

5. Conclusão

Este estudo teve como objetivo principal calcular o valor justo do Botafogo Futebol e Regatas, ao avaliar sua situação financeira e mercado em que o clube atua, através do método do Fluxo de Caixa Descontado. Os dados foram tratados da forma mais objetiva e clara possível, a fim realizar o cálculo fiel às perspectivas e crescimento viável do clube. As premissas utilizadas foram baseadas tanto em fatores internos quanto externo ao clube, além de dados macroeconômicos do Brasil. Como resultado, foi calculado um valor de R\$257 milhões utilizando as informações divulgadas pelo Botafogo no período de 2017 a 2021 e as projeções elaboradas para os anos seguintes.

Para atingir este resultado, um fator de extrema relevância foi o cálculo do custo de capital do Botafogo, que representa a taxa pela qual o Fluxo de Caixa elaborado foi descontado. Foram utilizados retornos médios do índice Ibovespa e do CDI, além do beta médio dos clubes de futebol listados em bolsas de valores europeias e americanas. Também foi realizado uma média ponderada do custo de capital de terceiros que compõe atualmente a dívida do clube. Acredita-se que esta abordagem se mostra mais adequada para análise de clubes de futebol, a fim de ter uma perspectiva mais realista, o que resultou em uma taxa de desconto de 12,32% ao ano.

Este valor obtido pode ser comparado com o valor de venda do Botafogo no início de 2022, R\$400 milhões. Nota-se que há uma divergência significativa entre os valores, de R\$143 milhões. O resultado obtido através desse estudo representa 64% do valor pelo qual o clube foi vendido ao John Textor. Identificou-se com base nessa diferença que a venda foi superavaliada no momento de precificação. Alguns dados que podem justificar isso são o acesso a informações que não são disponibilizadas para o público e até a discriminação da composição dos dados financeiros do clube. Pode-se incluir a esta lista o fato que o estudo não leva em consideração valores intangíveis e de ter projetado por um período maior, onde há mais espaço para o desenvolvimento da equipe de futebol.

Como recomendações para trabalhos futuros, sugere-se que espere o desenvolvimento do profissionalismo na gestão do futebol brasileiro, através das

SAFs. Isso permitirá uma compreensão melhor sobre esse novo cenário e poderá incluir outros fatores nos cálculos como valores intangíveis. O mercado de futebol também se encontra em constante mudança como por exemplo novas fontes de receita advindas dos avanços tecnológicos como criptoativos para torcidas e transmissão de jogos via streaming. Esses fatores poderão impactar os resultados obtidos. Essa espera também poderá resultar no descobrimento de um modelo mais adequada para realizar um *valuation* de um clube de futebol.

6. Referências Bibliográficas

AFONSO, José; TRENGROUSE, Pedro. Covid-19, futebol e cura. Revista Conjuntura Econômica, p. 24-28. São Paulo, maio 2020. Disponível em: <https://ibre.fgv.br/sites/ibre.fgv.br/files/arquivos/u65/05ce2020_macro_ze_roberto.pdf>. Acesso em: 10 de outubro de 2022.

ASSIS, Renan. Modelo Multivariado de Valuation nos clubes brasileiros de futebol: Uma aplicação do Modelo de Markham. Congresso Brasileiro de Gestão de Esporte, p. 7-8. São Paulo, 2019. Disponível em: <https://www.researchgate.net/profile/Leandro-Mazzei/publication/339396952_Esporte_universitario_no_estado_de_Sao_Paulo_um_diagnostico_atual/links/5f396e31a6fdcccc43cca11/Esporte-universitario-no-estado-de-Sao-Paulo-um-diagnostico-atual.pdf#page=11>. Acesso em: 10 de outubro de 2022.

BARBOSA, Guilherme; LIMA, Débora. Impactos da pandemia na receita dos clubes de futebol da série A do Campeonato Brasileiro. São Paulo, 2022. Disponível em: <<https://www.unifal-mg.edu.br/portal/2022/07/14/impactos-da-pandemia-na-receita-dos-clubes-de-futebol-da-serie-a-do-campeonato-brasileiro/>>. Acesso em: 09 de outubro de 2022.

BARROS, Davi; MEDEIROS, Renata; LEIRAS, Thayuan. Botafogo oficializa venda da SAF e receberá mais de R\$100 milhões de John Textor nos próximos dias. Rio de Janeiro, 2022. Disponível em: <<https://ge.globo.com/futebol/times/botafogo/noticia/2022/03/03/botafogo-oficializa-venda-da-saf-e-recebera-mais-r-100-milhoes-de-john-textor-nos-proximos-dias.ghtml>>. Acesso em: 10 de outubro de 2022.

BCB. Focus - Relatório de Mercado. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/readout.asp>>. Acessado em: 10 de outubro de 2022.

BENRADT, Pedro Henrique Adoglio Benradt. Sociedade Anônima do Futebol (PL Nº 5.082/2016): a modernização do futebol brasileiro por meio do direito societário. (Pósgraduação Lato Sensu em direito societário – LLM) – Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa: São Paulo, 2019.

BOTAFOGO. História. Disponível em: <<https://www.botafogo.com.br/historia.php>>. Acesso em: 05 de outubro de 2022.

CERBASI, M. Metodologias para determinação do valor das empresas: uma aplicação no setor de geração de energia hidrelétrica. São Paulo, 2003.

COPELAND, T. et al. Avaliação de empresas – valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, Aswath. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DANTAS, Dennis. Gestão do futebol no Brasil: correlação entre desempenho esportivo e valor de mercado nos anos 2010-2014. Revista Brasileira de Futebol, p.56-64. Minas Gerais, 2015. Disponível em: <<https://rbf.ufv.br/index.php/RBFutebol/article/view/183/167>>. Acesso em: 10 de outubro de 2022.

Ibovespa, 5 anos, 2022. Disponível em < www.debit.com.br/tabelas/tabela-completa.php?indice=ibovespa > Acesso em 15 de outubro de 2022.

EXAME. O que são lucros operacionais e como calcular. São Paulo, 2022. Disponível em: <[https://exame.com/invest/guia/o-que-sao-lucros-operacionais-e-como-calcular/](https://exame.com/invest/guia/o-que-sao-lucros-operacionais-e-como-calcul/)>. Acesso em: 19 de outubro de 2022.

LEAL, M. E. Modelos de Avaliação de Empresas: Valuation da Vale S. A. Rio de Janeiro: UFRJ, 2012.

LIMA, M. Atlético-MG, Cruzeiro e Corinthians são os times mais endividados. São Paulo, 2022. Disponível em: <<https://forbes.com.br/forbes-money/2022/05/endividamento-times-brasileiros-2021/#:~:text=A%20d%C3%ADvida%20l%C3%ADquida%20dos%2025,Corinthians%20est%C3%A3o%20no%20top%20tr%C3%AAs&text=Em%202021%2C%20os%2025%20principais,levantamento%20feito%20pela%20consultoria%20EY.>>> Acesso em: 04 de novembro de 2022.

LUSTOSA, C. F.; MACIEL, L. S. F.. Valuation por múltiplos: um estudo de caso do setor de administradoras de Shopping Centers. Rio de Janeiro, 2015.

Markham, T. *What is the optimal method to value a football club?* 2013. Disponível em SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.22382652238265>>. Acesso em: 10 de outubro de 2022.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo Maimone; CAVALCANTE, Francisco. Avaliação de empresas: Um guia para Fusões e Aquisições e gestão de valor. 1. ed. São Paulo: Pearson, 2005. 304 p.

MARTINS, Eliseu (organizador). Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. 1 ed. - 5. reimpr. São Paulo: Atlas, 2006.

PETROCILO, Carlos. Botafogo encaminha retorno a série A enquanto tenta pagar dívidas. São Paulo, 2021. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/esporte/2021/10/botafogo-encaminha-retorno-a-serie-a-enquanto-tenta-pagar-dividas.shtml>>. Acesso em: 06 de outubro de 2022.

REIS, Rafael. Mercado da Borda movimentou R\$31,5 bilhões e bate recorde pós-pandemia. 02 de setembro de 2022. Disponível em: <<https://www.uol.com.br/esporte/futebol/colunas/rafael-reis/2022/09/02/mercado-da-bola-movimentou-r-315-bilhoes-e-bate-recorde-pos-pandemia-veja.htm>>. Acesso em: 11 out. 2022.

SILVA, E. M.. A aplicação do Fluxo de Caixa Descontado para precificação de uma casa lotérica da cidade de Criciúma. Criciúma, 2016.

SIMMONS, G. Qual a importância da SAF para o futebol? São Paulo, 2022. Disponível em: < <https://diariodocomercio.com.br/economia/o-que-significa-a-saf-para-o-futebol/#:~:text=Uma%20SAF%20permite%20que%20equipes,que%20difere%20dos%20tradicionais%20clubes.>> . Acesso em: 03 de novembro de 2022.

SOBRAL, F. PECCI, A. Administração: teoria e prática no contexto brasileiro. – 2ª Edição. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2013. P. 466.

SOUTE, Dione Olesczuk. et al. Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. Revista UnB Contábil, Brasília, v. 11, n 1-2, p. 1-17, jan./dez. 2008

SVIECH, Vinicius; MANTOVAN, Edson Ademir. Análise de investimentos: controvérsias na utilização da TIR e VPL na comparação de projetos. **Percursos**, [S.l.], v. 1, n. 13, p. 270-298, out. 2013. ISSN 2316-7521. Disponível em: <<http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/percurso/article/view/657/495>>. Acesso em: 11 out. 2022.

TOMAZONI, Tarcísio; MENEZES, Emílio Araújo. Estimativa do custo de capital de empresas brasileiras de capital fechado (sem comparáveis de capital aberto). Revista de Administração, São Paulo, v. 37, n. 4, p.38-48, out. 2002.

XP. Finanças, História e Mercado do Futebol Brasileiro 2021. Relatório Convocados. São Paulo, ago. 2022.

YAHOO FINANCE. 2022. Disponível em: <
<https://finance.yahoo.com/quote/MANU?p=MANU&.tsrc=fin-srch>>. Acesso em:
10 de outubro de 2022.