

BRUNO OLINTO ANTOUN
LUIS FELIPE FERREIRA DOS SANTOS CARNEIRO

Avaliação Financeira no Mercado do Futebol: Um Estudo de Caso do
Fluminense Football Club

PROJETO DE GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO
APRESENTADO AO DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA INDUSTRIAL
DA PUC-RIO, COMO PARTE DOS REQUISITOS PARA OBTENÇÃO
DO TÍTULO DE ENGENHEIRO DE PRODUÇÃO

Orientador: LUIZ EDUARDO SANTOS TORRES

Departamento de Engenharia Industrial
Rio de Janeiro, 17 de Novembro de 2023.

Agradecimentos

Às nossas famílias e amigos, cujo apoio e torcida foram fundamentais ao longo da jornada de elaboração deste trabalho. A paciência e compreensão de vocês foram a bússola que guiou nossos esforços.

Ao professor Luiz Eduardo Torres, expressamos nosso profundo agradecimento pela orientação sólida e pelo constante incentivo durante a condução deste estudo. Sua experiência e sabedoria foram essenciais para moldar nossos passos ao longo desse caminho desafiador.

À comunidade acadêmica da PUC-Rio, expressamos nossa sincera gratidão por ter proporcionado o ambiente propício para a realização deste projeto.

Este trabalho não seria possível sem o suporte inabalável de todos mencionados. A cada um de vocês, obrigado!

Resumo

Este trabalho explorou as complexidades inerentes ao processo de *Valuation* em clubes de futebol, utilizando o Fluminense Football Club como estudo de caso. O objetivo foi comparar diferentes metodologias de *Valuation* aplicáveis a organizações sem fins lucrativos, como é categorizado legalmente o clube em questão. A pesquisa envolveu uma análise baseada em conceitos de Contabilidade Gerencial, contribuindo para a abordagem da análise fundamentalista, a fim de analisar um clube de futebol. Três métodos de *Valuation* foram aplicados: o Método de Tom Markham, o Fluxo de Caixa Descontado e o Método de Comparação por Múltiplos. Além disso, foram examinados o cenário administrativo atual do Fluminense e suas perspectivas de crescimento futuro. Os resultados indicaram valores distintos para o Fluminense, destacando a influência das metodologias na avaliação do clube. A análise comparativa revelou discrepâncias nos múltiplos de avaliação, com implicações significativas para a precificação relativa do Fluminense em relação a outros clubes brasileiros. Nesse contexto, os resultados encontrados ressaltam a natureza dinâmica e imprevisível do cenário esportivo, destacando suas limitações.

Palavras-chave: Análise Fundamentalista. Valuation. Tom Markham. Futebol. Fluminense.

Abstract

This study delved into the inherent complexities of the Valuation process in football clubs, utilizing the Fluminense Football Club as a case study. The objective was to compare different Valuation methodologies applicable to non-profit organizations, as legally categorized for the subject club. The research involved an analysis based on Managerial Accounting concepts, contributing to the fundamentalist analysis approach, aiming to scrutinize a football club. Three Valuation methods were applied: the Tom Markham Method (2013), Discounted Cash Flow, and the Multiple Comparison Method. Additionally, the current administrative scenario of Fluminense and its future growth prospects were examined. The results indicated distinct values for Fluminense, emphasizing the influence of methodologies on the club's evaluation. The comparative analysis revealed discrepancies in valuation multiples, with significant implications for Fluminense's relative pricing compared to other Brazilian clubs. In this context, the findings underscore the dynamic and unpredictable nature of the sports landscape, highlighting its limitations.

Keywords: Fundamental Analysis, Valuation, Tom Markham, Football, Fluminense.

Índice

1. Introdução.....	1
2. Referencial Teórico.....	8
2.1 Valuation.....	9
2.2 Aspectos Contábeis no Mundo do Futebol.....	10
2.3 Métodos de Avaliação de Investimentos.....	11
2.3.1 Método Multivariado de Tom Markham.....	11
2.3.2 Método de Fluxo de Caixa Descontado.....	12
2.3.3 Método de Avaliação por Múltiplos.....	13
2.4 Sociedade Anônima do Futebol (SAF).....	15
3. Metodologia.....	17
3.1 Tipologia da Pesquisa.....	17
3.2 Coleta dos Dados.....	18
3.3 Limitações do Estudo de Caso.....	19
4. Estudo de Caso.....	20
4.1 História.....	20
4.2 Análise de Dados.....	21
4.2.1 Demonstrativo do Resultado do Exercício.....	22
4.2.2 Demonstrações de Fluxo de Caixa.....	23
4.2.3 Balanço Patrimonial.....	24
4.2.4 Cálculo da Dívida Líquida.....	26
4.3 Métodos.....	26
4.3.1 Multivariado de Tom Markham.....	27
4.3.2 Fluxo de Caixa Descontado.....	28
4.4 Método de Comparação por Múltiplos.....	34
4.4.1 Método de Comparação por Múltiplos (Tom Markham).....	35
4.4.2 Método de Comparação por Múltiplos (Fluxo de Caixa Descontado).....	36
4.4.3 Comparação com o Mercado Brasileiro.....	36
5. Conclusão.....	38
6. Referências Bibliográficas.....	40

Lista de Equações

Equação 1 - Fórmula do Modelo Multivariado de Tom Markham.....	5
Equação 2 - Cálculo do Valor Presente.....	7
Equação 3 - Cálculo do Valor Terminal.....	8
Equação 4 - Cálculo do Múltiplo de EV / Receita Líquida.....	9

Lista de Tabelas

Tabela 1 - DRE Fluminense Football Club.....	16
Tabela 2 - Demonstração dos Fluxos de Caixa Fluminense Football Club.....	18
Tabela 3 - Balanço Patrimonial Fluminense Football Club.....	20
Tabela 4 - Dados Relevantes.....	23
Tabela 5 - Indicadores Brasileirão 2022.....	24
Tabela 6 - Capacidade dos Estádios.....	24
Tabela 7 - DRE Parcialmente Projetado.....	25
Tabela 8 - Fluxo de Caixa Livre projetado.....	26
Tabela 9 - Cálculo do Rotação do Contas a Receber.....	27
Tabela 10 - Cálculo do Ativo Circulante Operacional.....	27
Tabela 11 - Estimativas de IPCA e Selic do Relatório Boletim Focus.....	28
Tabela 12 - Cálculo do Passivo Circulante Operacional.....	28
Tabela 13 - Cálculo da Necessidade de Capital de Giro.....	29
Tabela 14 - Cálculo do CAPEX.....	29
Tabela 15 - Cálculo do Valor Terminal.....	31
Tabela 16 - Cálculo do Fluxo de Caixa Livre.....	31
Tabela 17 - Método de Comparação por Múltiplo (Tom Markham).....	32
Tabela 18 - Método de Comparação por Múltiplo (Fluxo de Caixa Descontado).....	33
Tabela 19 - Comparação com o Mercado Brasileiro.....	34

Lista de Gráficos

Gráfico 1 - Receita Operacional Líquida / Total dos custos e despesas operacionais.....	17
Gráfico 2 - Superávit (déficit) do exercício / Aumento (redução) de caixa.....	19
Gráfico 3 - Ativos Circulantes / Passivos Circulantes.....	21

1. Introdução

O futebol é, atualmente, um dos esportes mais populares no mundo e, no caso do Brasil, é o esporte mais popular do país. Segundo o levantamento do IBGE (2017), o futebol é a principal modalidade praticada, com mais de 15 milhões de adeptos. No caso de torcedores, o número é ainda maior. O Instituto Datafolha mapeia a evolução do número de torcedores dos maiores clubes brasileiros desde 1993 e, segundo o instituto, o número de brasileiros sem clube caiu de 27%, em 1993, para 22% da população em 2019 (GE, 2019).

Isso demonstra que, nas últimas décadas, o mercado de futebol brasileiro evoluiu significativamente, causando um maior impacto na economia do país. São diversas opções de receitas para um clube, seja com a venda de ingressos para jogos, com a comercialização de camisas em sua loja ou o direito de imagem para a televisão. Isso desperta um grande interesse por parte de grandes empresas em fazer propagandas, o que gera mais uma fonte de receita para o clube. No entanto, os clubes de futebol no Brasil são considerados organizações sem fins lucrativos, e, historicamente, a maioria deles é administrada por pessoas sem experiência em gestão, o que gerou, na grande maioria dos casos, dívidas expressivas..

A pesquisa anual feita pela Sport Track (2022) em parceria com a XP Investimentos apontou que a receita total dos clubes brasileiros da Série A alcançou R\$ 6,6 bi. Essas receitas são compostas por direito de transmissão e premiação, venda dos direitos econômicos dos atletas, patrocínios, programa de sócio-torcedor e renda de operações de jogos, incluindo bilheteria e venda de vestuário. Além de gerarem receitas muito grandes, os clubes de futebol e remo brasileiros acumulam muita dívida. Segundo o levantamento realizado pela Forbes (2022), os clubes da Série A do campeonato brasileiro acumulavam mais de R\$ 9 bi em dívidas.

Como é um mercado que movimenta um alto valor financeiro, os clubes precisam encontrar uma forma de combinar uma boa gestão financeira com vitórias em campo. Títulos são essenciais para manter a torcida engajada, mas um clube que não consegue encontrar uma forma de gerar caixa corre o risco de falência. Uma má gestão financeira, somada a investimentos ineficazes, pode acarretar em frustração ao torcedor.

A eclosão da pandemia global trouxe desafios financeiros ainda mais significativos para o mundo do futebol. Assim como outros clubes em todo o planeta, o impacto direto da pandemia nas receitas dos clubes tornou-se evidente. Restrições de mobilidade e medidas de distanciamento social resultaram na realização de partidas sem a presença da torcida, o que teve um efeito prejudicial nas receitas das associações esportivas. Essa crise revelou a vulnerabilidade financeira que muitos clubes de futebol em todo o mundo compartilham.

No entanto, à medida que o cenário global se recupera da pandemia e com a volta dos jogos com a presença da torcida, é notável que os torcedores estão cada vez mais fanáticos por seus clubes. O esporte está passando por uma transformação significativa, deixando de ser somente uma forma de entretenimento, mas como um mercado altamente lucrativo. Dessa forma, diversos clubes ao redor do mundo estão se modernizando, de forma que eles passam a não ser apenas clubes de futebol, mas empresas que competem em um mercado promissor.

Essa crescente paixão dos torcedores pelos clubes impulsiona uma notável tendência na indústria esportiva: a necessidade de desenvolver modelos profissionais de administração e gestão de clubes. Estes modelos visam gerir um clube como se fosse uma empresa competitiva. Nesse contexto, o Fluminense Football Club, um dos clubes mais antigos e tradicionais na história do futebol brasileiro, não ficou imune aos desafios financeiros da última década, que resultaram em dívidas elevadas.

Diante desses desafios, a diretoria do Fluminense reconheceu a necessidade de uma mudança drástica em sua abordagem administrativa. A grande virada de chave teve início em 2019, quando foram adotadas diversas medidas visando reestruturar financeiramente o clube. Esse processo de reestruturação financeira torna-se o foco central deste estudo, que aplicará a metodologia de avaliação de empresas (valuation) de Tom Markham e o método de Fluxo de Caixa Descontado para precificar o valor do Fluminense Football Club.

Para atender melhor essa finalidade, no Capítulo 2 deste trabalho será fornecido a definição de conceitos teóricos relacionados à análise fundamentalista e aos indicadores financeiros. Além disso, no Capítulo 3 será apresentada a metodologia utilizada no desenvolvimento da pesquisa. Em sequência, no Capítulo 4, será apresentado o valor justo encontrado por cada método, além de uma comparação com outros clubes do mercado brasileiro, seguido pela conclusão presente no Capítulo 5.

2. Referencial Teórico

2.1 Valuation

A metodologia de *valuation* é uma forma de se estimar o valor de uma empresa, no caso do estudo, um clube de futebol brasileiro (Solntsev, I., 2014). Primeiramente é necessário realizar uma análise detalhada dos principais aspectos financeiros do clube, como por exemplo, o ativo, o passivo, as receitas e as despesas, visando entender como se encontra a saúde financeira da companhia. Estes dados são relevantes para este projeto porque são a base para as projeções financeiras que usaremos no modelo de *valuation*.

O estudo realizado por Solntsev (2014) também concluiu que o método de abordagem de renda é uma das melhores opções para avaliar clubes de futebol, pois leva em consideração a capacidade do clube em gerar receita. Esse método inclui algumas variáveis da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE). O autor discute as limitações do método de abordagem de renda na avaliação de clubes de futebol, incluindo a dificuldade em prever receitas futuras com precisão e a falta de comparabilidade entre clubes de futebol.

Contudo, há pouco conhecimento, em clubes de futebol, sobre a aplicação da metodologia de *valuation* em termos quantitativos. É preciso fazer uma análise detalhada de seus aspectos financeiros e intangíveis, bem como de seus ativos, com o objetivo de estimar seu valor de mercado e identificar oportunidades de melhoria em sua gestão financeira. Através dessa avaliação, é possível desenvolver estratégias para maximizar seu valor a longo prazo.

Conforme destacado por Pizzolato (2012), as variáveis-chave de um DRE, como Receita, Custos, Despesas e Lucro, desempenham um papel importante no cálculo, evidenciando uma análise aprofundada desses elementos para uma avaliação mais precisa.

2.2 Aspectos Contábeis no Mundo do Futebol

Os aspectos contábeis desempenham um papel fundamental na gestão financeira de empresas, e no caso dos clubes de futebol, não é diferente. No Brasil, os clubes aderem a princípios contábeis específicos estabelecidos pelo Conselho Federal de Contabilidade, que continuam a evoluir com o objetivo de aprimorar a governança financeira dessas entidades. Como qualquer empresa, os clubes emitem demonstrações financeiras anuais, que incluem o balanço patrimonial, o demonstrativo de resultados e o fluxo de caixa.

Como diz Pizzolato (2012), o DRE é um documento que apresenta o resultado das operações de uma empresa em um período de tempo. Esse demonstrativo apresenta as receitas, subtrai os custos e despesas visando calcular o lucro ou prejuízo da companhia. O Demonstrativo de Resultados é crucial para analisar o desempenho da empresa.

O Balanço Patrimonial mostra, resumidamente, a posição de uma empresa em determinado momento. Segundo Lynch (1989), é o documento mais importante de qualquer empresa. Ele é dividido em dois lados, onde o primeiro lado consta os ativos, os bens e direitos de uma companhia, e o segundo lado mostra os passivos, que são as obrigações, somado ao patrimônio líquido da mesma. Através do Balanço Patrimonial é possível observar as dívidas, de longo e curto prazo, o valor líquido e os ativos de uma organização.

Já o Fluxo de Caixa é um documento que permite identificar todas as saídas e entradas de capital de uma empresa durante um período (Pizzolato, 2012). O documento é dividido em 3 seções, o fluxo de caixa operacional, que demonstra os fluxos vindos da principal atividade da companhia, o fluxo de caixa financeiro, que indica a compra e venda de ativos de longo prazo e, por fim, o fluxo de caixa de financiamento, referente às dívidas da organização.

Por fim, a Dívida Líquida, segundo Kaplan (1984), é uma métrica que avalia a habilidade de uma empresa em honrar seus compromissos financeiros. Esse indicador não foi divulgado nos demonstrativos, e então, é calculado através do Balanço Patrimonial. Para calcular a dívida líquida, é necessário somar as contas: Empréstimos e Financiamentos, Fornecedores, Valores a Pagar a Clubes e Agentes, Impostos Parcelados, Salários, Direitos de Imagem, Encargos Sociais, Impostos e Contribuições e diminuí-las do valor em caixa.

2.3 Métodos de Avaliação de Investimentos

2.3.1 Método Multivariado de Tom Markham

O Modelo Multivariado de Tom Markham (2013) oferece uma abordagem completa para determinar o valor de mercado dos clubes de futebol, levando em consideração vários fatores. Esse método considera a receita, os ativos líquidos, o lucro líquido, a taxa de ocupação do estádio e a relação salarial.

Ao integrar variáveis financeiras e operacionais de forma ponderada, o modelo de Markham oferece uma visão mais holística e refinada da saúde e valor intrínseco de um clube de futebol. Sua ênfase na consideração de elementos específicos da indústria, como a gestão de ativos críticos, representa uma contribuição significativa para a análise de valuation nesse contexto particular, diferenciando-se assim de abordagens mais generalistas.

A fórmula proposta por Markham (2013) é:

$$V = (\text{Receita Líquida} + \text{Ativos Líquidos}) * \frac{(\text{Lucro Líquido} + \text{Receita Líquida})}{\text{Receita Líquida}} * \frac{(\% \text{ Estádio Cheio})}{(\% \text{ Relação Salarial})}$$

Equação 1 - Fórmula do Modelo Multivariado de Tom Markham

A primeira variável da fórmula, a receita, abrange todos os lucros do clube durante o ano. É fundamental, pois reflete a capacidade do clube de gerar renda, incluindo receitas de bilheteria, direitos de transmissão, patrocínios e outras fontes de financiamento.

Os ativos líquidos, que são a segunda variável da fórmula, representam todos os bens que o clube possui, como centro de treinamento e estádios, além do valor estimado de

mercado dos jogadores. Esses ativos são subtraídos das obrigações financeiras do clube para determinar sua posição líquida no patrimônio.

O lucro líquido é outra variável crítica na equação de Markham (2013). É calculado com base no resultado financeiro do clube após a dedução de todas as despesas. Isso reflete a capacidade do clube em gerar lucros sustentáveis ao longo do tempo.

A taxa de ocupação do estádio é uma métrica importante que reflete o engajamento dos torcedores e o potencial de receita através das bilheterias. Ela representa a proporção entre o número de torcedores presentes no estádio e o número total de ingressos disponíveis e demonstra quão popular é o clube entre os fãs.

A relação salarial é um indicador-chave da eficiência na gestão dos recursos financeiros do clube. Ela aborda a relação entre os gastos com salários e a receita total do clube. Quando essa proporção é menor, isso indica que o clube está gastando uma parte menor de sua receita em salários dos jogadores, o que pode sugerir uma administração eficiente.

2.3.2 Método de Fluxo de Caixa Descontado

O método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é um modelo muito utilizado para estimar o valor de ativos com base nos seus fluxos de caixa futuros (Póvoa, 2012). Essa técnica é amplamente consumida por profissionais de finanças ao redor do mundo no mercado de ações, onde analistas buscam descobrir o valor justo de cada empresa.

O FCD parte do princípio que o valor de um ativo equivale aos fluxos de caixa livre que ele irá gerar ao longo do tempo. Para isso, primeiramente, é necessário projetar os fluxos de caixa futuros do ativo. Essas projeções podem ser feitas através de uma análise detalhada do histórico financeiro da companhia e devem ser realistas, para que o valor final do ativo calculado seja compatível com a realidade (Póvoa, 2012).

A segunda etapa do método é determinar a taxa de desconto a ser aplicada aos fluxos de caixa. A escolha da taxa de desconto é uma das partes mais críticas do processo e, apesar

de ser uma escolha subjetiva, impacta diretamente o valor do ativo analisado. Essa variável é uma medida utilizada para justificar o investimento na companhia em questão e leva em consideração o custo de capital do mercado. Para o investimento em ativos de risco, normalmente é utilizada a taxa WACC, que é a taxa média que uma empresa paga para financiar os seus ativos. Para clubes de futebol, essa taxa não é interessante, visto que o risco é muito elevado.

Uma vez que os fluxos de caixa estejam projetados e a taxa de desconto já tenha sido determinada, é necessário calcular o valor presente dos fluxos futuros através da fórmula:

$$PV = \frac{FV}{(1 + i)^n}$$

PV: Valor Presente;

FV: Fluxo de Caixa Livre;

i: Taxa de Desconto;

n: Período.

Equação 2 - Cálculo do Valor Presente

Além do fluxo, no último período, é imprescindível calcular o valor terminal, que é a estimativa do valor de um ativo além do período de projeções. Para isso, assume-se uma taxa de crescimento ao ano e utiliza-se a fórmula:

$$V = \frac{FVn * (1 + g)}{(i - g)}$$

V: Valor Terminal;

FVn: Valor do fluxo de caixa livre no último período;

- i: Taxa de desconto;
- g: Taxa de crescimento na perpetuidade.

Equação 3 - Cálculo do Valor Terminal

Por fim, basta somar todos esses valores visando encontrar o valor da firma, que é o valor final do ativo ou da empresa analisada somado a sua dívida líquida. Esse valor encontrado é o número que o investidor está disposto a pagar em um certo ativo com base em seus fluxos de caixa futuros livres.

2.3.3 Método de Avaliação por Múltiplos

O método de avaliação por múltiplos ou avaliação relativa, segundo Neto (2014), é um método utilizado para determinar o valor presente de um ativo com base em comparações com ativos semelhantes, de mesma natureza. Esse método é amplamente adotado e envolve a análise de uma empresa em avaliação em relação a empresas comparáveis que atuam no mesmo setor e compartilham características semelhantes em termos de tamanho, riscos e retornos.

A avaliação relativa é composta por dois componentes fundamentais: o valor de uma empresa comparável e um múltiplo de referência, como receita, lucro, EBITDA ou patrimônio líquido (NETO, 2014). Utilizando esses indicadores, é possível estabelecer uma relação entre o valor da empresa em avaliação e métricas financeiras específicas, permitindo realizar uma análise comparativa.

Esse método é popular por causa de sua simplicidade, rapidez e capacidade de gerar resultados intuitivos. No entanto, existem obstáculos práticos que devemos considerar quando se trata de avaliação relativa. Isso inclui variações nos fundamentos das empresas comparáveis e na qualidade das informações disponíveis. Além disso, as particularidades de cada negócio e o fenômeno do "efeito manada" também podem influenciar os resultados da avaliação e levar a imprecisões.

Apesar de ser amplamente adotada no mercado, a avaliação relativa costuma ser encarada como uma medida complementar e não definitiva. Costuma-se comparar os resultados da avaliação utilizando o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), que é amplamente reconhecido como a metodologia mais tradicional.

Os múltiplos mais comuns a se utilizarem para empresas são os múltiplos de EBITDA, de lucro e de patrimônio. No contexto do futebol, é comum utilizar o múltiplo da receita como referência de avaliação, uma vez que nem todos os clubes geram Ebitda. Também permite uma comparação abrangente entre empresas, inclusive a inclusão de empresas de outras economias.

A fórmula para calcular o múltiplo de Receita é a seguinte:

$$\text{Múltiplo} = \frac{(\text{Valor de Mercado} + \text{Dívida Líquida})}{\text{Receita Líquida}}$$

Equação 4 - Cálculo do Múltiplo de EV / Receita Líquida

O múltiplo de receita leva em consideração a receita da empresa, desconsiderando a depreciação, outras despesas operacionais que não afetam o caixa e impostos sobre os lucros. Por outro lado, este múltiplo pode ser aplicado mesmo em caso da companhia apresentar prejuízo.

2.4 Sociedade Anônima do Futebol (SAF)

As Sociedades Anônimas de Futebol, mais conhecidas como SAFs, estão cada vez mais presentes no mundo do futebol brasileiro. Após aprovação da Lei 14.193/2021, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas do Futebol (Lei das SAFs), os clubes brasileiros que eram constituídos sob forma de empresas sem fins lucrativos, podem adotar a

forma de Sociedades Anônimas do Futebol (SAF). Conforme Cardoso (2022), a nova legislação estimula a transformação dos clubes de futebol em SAF. Atualmente o Botafogo, Vasco, Bahia e Cruzeiro são geridos sob forma de Sociedade Anônima de Futebol.

A Sociedade Anônima é notadamente marcada por sua natureza institucional. Ao contrário das sociedades contratuais, nas quais a identidade dos sócios desempenha um papel fundamental na existência da entidade jurídica, a Sociedade Anônima é caracterizada pelo conceito de "intuitus pecuniae", colocando o capital como elemento preponderante nesse modelo societário (CARDOSO, et al., 2022). Nessa abordagem, a ênfase recai sobre a importância da gestão financeira dos acionistas, destacando a natureza mais impessoal e centrada no investimento econômico em comparação com as relações pessoais típicas de outras formas societárias.

As duas principais vantagens de uma gestão por SAF são a profissionalização da gestão do clube e facilidade de captar recursos. Ao se tornar SAF, os clubes profissionalizam a gestão, trazendo profissionais experientes para cada área. Além disso, a SAF tem vantagem na captação de recursos, visto que podem emitir ações ou dívidas com mais facilidade. Esses recursos podem ser investidos na estrutura do clube ou na contratação de jogadores, por exemplo. Além disso, as SAFs terão benefícios tributários e de mercado (Hernandez, 2021).

Outro tópico de extrema importância na gestão de Sociedades Anônimas de Futebol é a Governança Corporativa. Como é sabido, uma boa Governança Corporativa atrai investidores e reflete em um resultado melhor para a equipe. As SAFs são obrigadas a seguir os princípios de governança corporativa, o que envolve transparência na prestação de contas, divulgação de informações financeiras e participação dos acionistas nas decisões estratégicas do clube. Além disso, o artigo 2º, inciso VII, §3º da Lei das SAFs garante uma proteção ao clube, visto que com 10% das ações, para certos tópicos, a decisão do clube é soberana.

Por fim, as SAFs representam uma grande transformação no cenário do futebol brasileiro, proporcionando diversos benefícios aos clubes que optam por tal estrutura. A Lei das Sociedades Anônimas do Futebol trouxe a oportunidade dos clubes profissionalizarem suas administrações. Além disso, ao dar ênfase à Governança Corporativa, garante-se transparência e responsabilidade. Portanto, as Sociedades Anônimas do Futebol representam um avanço significativo na gestão dos clubes brasileiros, abrindo caminho para um futuro mais promissor no esporte nacional.

3. Metodologia

3.1 Tipologia da Pesquisa

O trabalho se baseia em uma pesquisa exploratória. Theodorson e Theodorson (1970) definem a pesquisa exploratória como:

“Um estudo preliminar cujo objetivo principal é familiarizar-se com um fenômeno que deve ser investigado, de modo que o grande estudo a seguir pode ser projetado com maior compreensão e precisão”.

Segundo Gil (2002) , algumas características são necessárias para o pesquisador visando o êxito de uma pesquisa exploratória. Dentre elas estão o conhecimento do assunto a ser pesquisado, curiosidade, criatividade, perseverança e paciência. Com isso é possível obter êxito e qualidade em um estudo.

Também segundo Gil (2002), para esquematizar uma pesquisa, é necessário seguir as seguintes etapas: Formulação do problema, construção de hipóteses, determinação do plano, operacionalização das variáveis, elaboração dos instrumentos de coleta de dados, pré-teste dos instrumentos, seleção da amostra, coleta de dados, análise e interpretação dos dados e redação do relatório da pesquisa. Esses passos foram seguidos visando elaborar uma pesquisa exploratória realista e eficaz.

Para isso, foi utilizada uma abordagem quantitativa. O método quantitativo consiste na análise e na coleta de dados, onde pesquisadores buscam quantificar fenômenos utilizando técnicas estatísticas para analisar os dados coletados. Creswell (2013) discute a importância da abordagem quantitativa em uma pesquisa exploratória e destaca a capacidade dessa abordagem fornecer resultados precisos e objetivos. No entanto, é necessário ressaltar que o método quantitativo em uma pesquisa exploratória possui limitações, como por exemplo, a capacidade de capturar aspectos subjetivos no caso estudado.

Além disso, o desenvolvimento do trabalho consiste em um Estudo de Caso, que, de acordo com Bonoma (1985), é uma forma intensiva de estudar uma situação especificamente.

Para isso, são utilizadas diversas variáveis como documentos e observações, visando reunir informações detalhadas sobre um caso. Yin (2014), em seu livro, destaca que através de um estudo de caso é possível fazer uma análise profunda sobre o fenômeno estudado.

3.2 Coleta dos Dados

Este Trabalho de Conclusão de Curso utilizou o portal de transparência do Fluminense Football Club, onde são divulgadas as informações financeiras do clube, para obter os dados necessários para as análises. O portal é online e disponível gratuitamente para todos, o que facilitou o acesso.

Essa escolha estratégica de fonte de dados se deve à acessibilidade e confiabilidade do portal de transparência do clube, que oferece informações detalhadas e atualizadas sobre as finanças do Fluminense Football Club. O uso de fontes oficiais e de fácil acesso é uma prática recomendada para garantir a qualidade e a precisão das informações utilizadas em pesquisas acadêmicas.

Ao utilizar essa fonte de dados, o estudo pôde realizar uma análise aprofundada das finanças do clube, contribuindo para a avaliação do seu *valuation*. Essa abordagem é fundamental para fundamentar as conclusões e resultados do trabalho, permitindo uma análise precisa e embasada em dados reais.

Com os dados, foi possível realizar o *valuation* do clube em dois diferentes métodos que são utilizados pela indústria: o Modelo Multivariado de Tom Markham (2013) e o Método de Fluxo de Caixa Descontado. Os dois modelos seguem fórmulas diferentes e resultam em valores diferentes também, que serão analisados ao decorrer do estudo.

3.3 Limitações do Estudo de Caso

No contexto do *valuation* do Fluminense, é relevante observar que, de acordo com a Lei nº 10.672/03, todos os clubes de futebol no Brasil são obrigados a divulgar suas demonstrações contábeis em jornais de grande circulação. No entanto, mesmo com essa regulamentação, a situação das demonstrações contábeis dos clubes, incluindo o Fluminense, apresenta desafios significativos.

Um dos principais obstáculos é a ausência de um norteamento claro em relação às demonstrações contábeis dos clubes. Frequentemente, as demonstrações são incompletas, e há poucos períodos disponíveis para análises mais profundas com base em anos anteriores. A falta de padrão é uma questão recorrente nas demonstrações disponibilizadas pelos clubes. Divergências nos dados apresentados ainda persistem, tornando desafiadora a comparação e a análise.

A maioria dos clubes que divulgam suas demonstrações publicamente também disponibilizam pareceres de auditoria. No entanto, é comum que esses pareceres contenham ressalvas e opiniões adversas, gerando preocupações quanto à veracidade dos dados apresentados no contexto do *valuation* do Fluminense, o que também gera impacto direto nas análises.

4. Estudo de Caso

Antes de entrar na avaliação do valor de mercado do Fluminense Football Club, este capítulo se concentra em aplicar os conceitos e métodos essenciais para o estudo de caso, bem como a história do clube. Para isso, serão estabelecidas as condições para precificar especificamente clubes de futebol.

4.1 História

O Fluminense Football Club é um dos clubes mais tradicionais do Brasil. Fundado em meados de 1902, o Fluminense rapidamente se destacou no cenário do futebol regional e em 1906 já conquistou o seu primeiro título do Campeonato Carioca. Logo depois, em 1919, o clube venceu o Campeonato Brasileiro e começou a ganhar um maior reconhecimento nacional. A partir da década de 1930, o Fluminense começou a acumular diversos títulos e se consolidou como um dos melhores clubes de futebol do Rio de Janeiro, conhecido como a “Máquina Tricolor” (Napoleão, 2003).

A década de 1970 foi marcada por outro período glorioso para a torcida Tricolor, com a conquista do tricampeonato brasileiro. Sob a presidência de Francisco Horta, o clube formou uma equipe competitiva que se destacou em âmbito nacional, somando ao seu currículo mais um título do Campeonato Carioca em 1971 (Napoleão, 2003).

O ano de 1990 foi marcado pelo início da parceria com a Unimed, estabelecida pelo David Fischel, uma das parcerias mais longas e notáveis do futebol brasileiro. A parceria durou até 2012 e foi um dos melhores períodos na história, quando os recursos vindos da Unimed ajudaram o clube a montar elencos competitivos. Em 2008, o Fluminense conseguiu alcançar a final da Copa Libertadores da América, a Copa mais difícil na América do Sul, perdendo na disputa de pênaltis para o LDU Quito, do Equador. Além disso, o time conquistou dois Campeonatos Brasileiros, em 2010 e 2012 e uma Copa do Brasil em 2007. (Napoleão, 2003).

A história do Fluminense é repleta de momentos de glória, porém, a partir de 2012, o clube enfrentou desafios financeiros significativos, o que gerou um resultado aquém do esperado nos campeonatos (Portal da Transparência, 2023). Foram mais de 10 anos sem conquistar um título de expressão e, apesar de ter uma torcida apaixonada, os Tricolores estavam impacientes.

Nos anos mais recentes, o Fluminense Football Club buscou se recuperar esportivamente e financeiramente com a assunção de Mário Bittencourt, que preside o clube até os dias de hoje. Ele iniciou um processo de reestruturação financeira, buscando equilibrar as contas e reduzir os gastos do clube. Além disso, Mário renegociou as dívidas, conseguindo estender o prazo de pagamento e conseguiu melhorar a gestão das transferências das joias de Xerém, os talentos revelados pelo clube (Fluminense Football Club). Por fim, Bittencourt foi responsável por uma aproximação do clube com a torcida, que estava desanimada após muitos anos sem conquistas relevantes. O clube atingiu 67 mil sócios ativos segundo uma reportagem do GE (2022), superando o recorde de 66 mil sócios.

Atualmente, o Fluminense está em um momento virtuoso. Nos últimos 2 anos o clube faturou na casa dos R\$ 330 milhões, número superior ao apresentado em 2019 por exemplo, de R\$ 305 milhões corrigido pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo, a inflação brasileira (Portal da Transparência, 2023). O problema que assombra o Fluminense Football Club é sua dívida. Em 2022 o clube terminou o ano com mais de R\$ 740 milhões de dívidas, acima do número de 2021 de R\$ 686 milhões (Portal da Transparência, 2023).

4.2 Análise de Dados

Para que seja possível estimar o valor presente líquido do Fluminense Football Club, é necessário analisar as demonstrações financeiras, que são divulgadas anualmente pela diretoria. Esse sub-capítulo irá abordar os dados financeiros do clube nos últimos anos, 2018-2022.

4.2.1 Demonstrativo do Resultado do Exercício

Tabela 1 - DRE Fluminense Football Club

DRE (em milhares de reais)	2018	2019	2020	2021	2022
Receita operacional líquida	280.562	250.018	183.416	313.935	328.920
Custos e despesas operacionais					
Salários, encargos e benefícios com funcionários	(101.358)	(105.875)	(112.564)	(186.288)	(208.711)
Transporte e outros gastos com jogos e competições	(34.475)	(21.391)	(15.376)	(28.594)	(43.400)
Serviços de terceiros, incluindo comissões sobre vendas	(30.335)	(26.368)	(8.598)	(18.524)	(22.981)
Reversão (constituição) de provisão para contingências, líquida			(16.061)	(13.869)	40.839
Amortizações e baixas dos direitos de jogadores	(20.161)	(4.660)	(11.284)	(13.956)	(22.948)
Depreciações/ amortizações de imobilizado e outros intangíveis	(3.017)	(4.459)	(4.915)	(4.153)	(4.380)
Tributos incidentes sobre operações de câmbio			(809)	(5.985)	(1.862)
Gastos gerais	(46.027)	(37.738)	(13.269)	(19.661)	(28.603)
Total dos custos e despesas operacionais	(235.373)	(200.491)	(182.876)	(291.030)	(292.046)
Superávit antes do resultado financeiro	45.369	49.527	540	22.905	36.874
Receitas Financeiras	19.253	14.468	33.905	26.176	34.162
Despesas Financeiras	(66.103)	(73.299)	(37.367)	(51.140)	(63.976)
Receitas (despesas) financeiras, líquidas	(46.850)	(58.831)	(3.462)	(24.964)	(29.814)
Superávit (déficit) do exercício	(1.481)	(9.304)	(2.922)	(2.059)	7.060

Fonte: Fluminense Football Club Demonstrações financeiras e relatório dos auditores independentes (adaptado)

A Tabela 1 mostra os resultados anuais reportados pelo Fluminense Football Club. Através dele é possível notar que, apesar da queda na receita operacional líquida por conta da pandemia, o clube tem conseguido alcançar marcas históricas. A receita engloba desde vendas de ingressos até os contratos com patrocinadores. Além disso, o lucro líquido no final

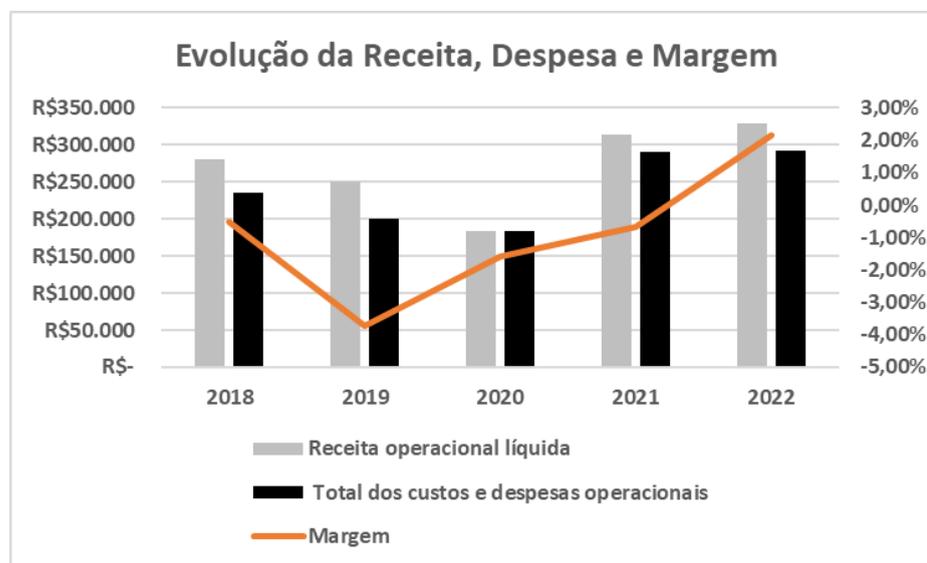
do exercício de 2022 foi positivo, situação que não foi observada nos últimos anos. Por outro lado, o resultado operacional demonstrou um forte decréscimo entre 2018 e 2020, e que está sendo recuperado agora.

Vale ressaltar o crescimento da receita média no período, que foi de aproximadamente 9,6% anualizado nominalmente, enquanto os custos e despesas operacionais apresentaram crescimento nominal médio anualizado de 8,97%. Esses dados são de extrema importância na projeção dos fluxos de caixa futuros.

Outro ponto interessante a destacar é a evolução da margem líquida do clube. Em 2018, era possível observar uma margem negativa de 0,53%. Essa margem se manteve negativa até 2022, quando virou positiva de 2,15%. Isso é muito bom, pois mostra que a gestão está “começando a colher frutos dos últimos” anos.

Abaixo segue o Gráfico 1, que mostra a evolução da Receita Operacional Líquida, em verde, e do Total dos custos e despesas operacionais, em vermelho, no período analisado:

Gráfico 1 - Receita Operacional Líquida / Total dos custos e despesas operacionais



Fonte: Fluminense Football Club Demonstrações financeiras e relatório dos auditores independentes

4.2.2 Demonstrações de Fluxo de Caixa

Tabela 2 - Demonstração dos Fluxos de Caixa Fluminense Football Club

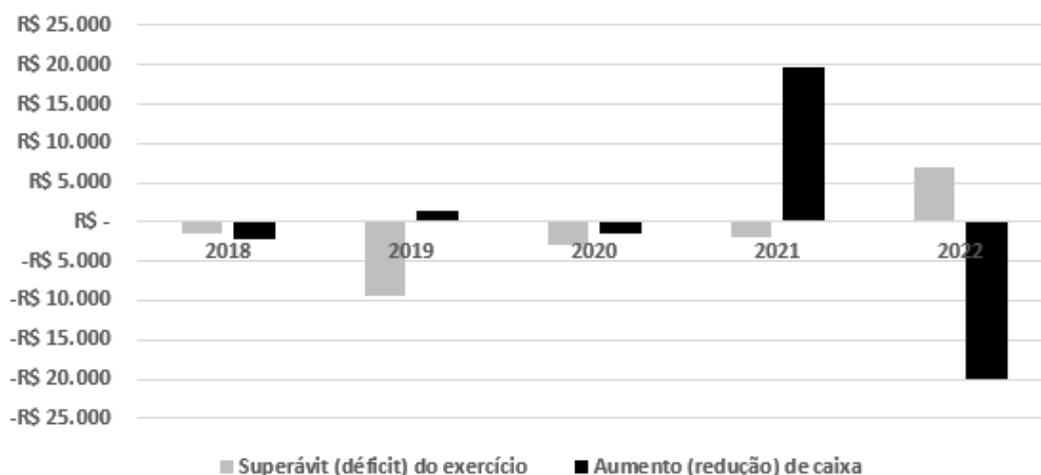
Demonstração dos Fluxos de Caixa (em milhares de reais)	2018	2019	2020	2021	2022
Superávit (déficit) do exercício	(1.481)	(9.304)	(2.922)	(2.059)	7.061
Aumento (redução) de caixa	(2.228)	1.439	(1.378)	19.646	(20.099)
Caixa e equivalentes de caixa no início do exercício	2.672	444	1.882	504	20.150
Caixa e equivalentes de caixa no final do exercício	444	1.883	504	20.150	51

Fonte: Fluminense Football Club Demonstrações financeiras e relatório dos auditores independentes (adaptado)

Nas demonstrações financeiras divulgadas anualmente pelo clube, também é possível ter ciência sobre as Demonstrações de Fluxo de Caixa, onde a entidade pública o aumento ou a redução de caixa no período. Através da tabela 2, exposta acima, é possível notar que os aumentos de caixa no período seguem um padrão irregular, assim como a disponibilidade de caixa no período.

Abaixo, o gráfico 2 demonstra a relação entre o superávit (déficit) do exercício com o aumento (redução) de caixa no período:

Gráfico 2 - Superávit (déficit) do exercício / Aumento (redução) de caixa em milhares de reais.



Fonte: Fluminense Football Club Demonstrações financeiras e relatório dos auditores independentes

4.2.3 Balanço Patrimonial

Por fim, o último documento de extrema relevância que é reportado anualmente pelo Fluminense Football Club é o Balanço Patrimonial. Abaixo, a Tabela 3 demonstra o Balanço Patrimonial do Fluminense no período.

Tabela 3 - Balanço Patrimonial Fluminense Football Club

Balanço Patrimonial (em milhares de reais)	2018	2019	2020	2021	2022
Ativos					
Circulante	77.975	20.623	63.026	50.010	64.504
Não circulante	413.354	432.244	436.873	419.751	464.873
Total de ativos	491.329	452.867	499.899	469.761	529.377
Passivo e passivo a descoberto					
Circulante	284.410	277.478	306.901	289.967	293.149
Não circulante	463.616	441.388	461.934	450.790	500.164
Total do passivo	748.026	718.866	768.835	740.757	793.313
Passivo a descoberto					
Ajuste de avaliação patrimonial	283.826	281.761	279.696	277.630	275.564
Prejuízos acumulados	(540.523)	(547.760)	(548.632)	(548.626)	(539.500)
Total do passivo a descoberto	(256.697)	(265.999)	(268.936)	(270.996)	(263.936)
Total do passivo e passivo a descoberto	491.329	452.867	499.899	469.761	529.377

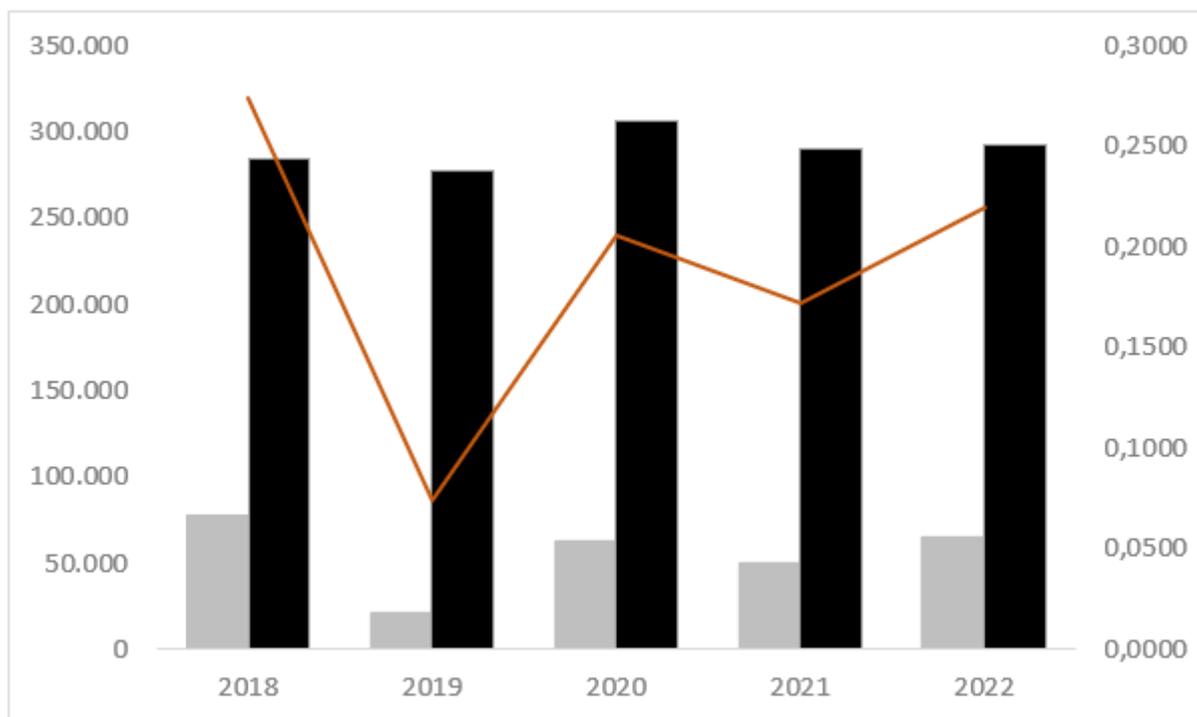
Fonte: Fluminense Football Club Demonstrações financeiras e relatório dos auditores independentes

Através desse documento é perceptível o fato do Patrimônio Líquido ser menor do que zero, o que é um grande desafio. As dívidas são muito elevadas, como mostra o Balanço Patrimonial, e o clube contém muitos prejuízos acumulados, que impactam diretamente em seu Patrimônio Líquido. Além disso, o total de ativos é consideravelmente menor do que os passivos, o que indica que a entidade analisada está muito alavancada.

O Patrimônio Líquido abaixo de zero sugere que a companhia pode ter dificuldades em cumprir suas obrigações financeiras. Com isso, o clube fica restrito a maiores taxas para obter financiamento, além de dificultar o acesso à crédito. Assim, o Patrimônio Líquido negativo torna o cenário do clube ainda mais desafiador.

Abaixo, o Gráfico 3 mostra a relação entre os ativos, em preto, e os passivos circulantes, em cinza, do Fluminense Football Club. Além disso, a linha laranja indica o índice de liquidez corrente do clube:

Gráfico 3 - Ativos Circulantes / Passivos Circulantes em milhares de reais



Fonte: Fluminense Football Club Demonstrações financeiras e relatório dos auditores independentes (adaptado)

Como pode ser notado, o índice de liquidez corrente do Fluminense Football Club não ultrapassou 0,30 no período analisado. Isso pode ser motivo de preocupação para os investidores, visto que o índice de liquidez corrente é calculado a partir da divisão de ativos circulantes com os passivos circulantes. Dessa forma, uma liquidez corrente de 0,22, como apresentado em 2022, indica que a cada 22 centavos de ativos, a empresa tem 1 real de obrigações de curto prazo. Essa situação indica uma proporção desfavorável entre os recursos imediatamente disponíveis e as dívidas que a empresa deve pagar nos próximos 12 meses.

4.2.4 Cálculo da Dívida Líquida

A dívida líquida é um indicador que representa as obrigações financeiras do clube, descontadas de caixa e equivalentes a caixa. Dessa forma, a dívida líquida foi calculada somando as seguintes contas do Balanço Patrimonial do clube: Empréstimos e Financiamentos, Fornecedores, Valores a Pagar a Clubes e Agentes, Impostos Parcelados, Salários, Direitos de Imagem, Encargos Sociais, Impostos e Contribuições.

O valor encontrado para a Dívida Líquida do Fluminense Football Club é de R\$ 611,7 milhões.

4.3 Métodos

Segundo a análise da McKinsey & Company (2020), o *valuation* é um processo crucial para avaliar o valor de ativos, sejam eles de natureza tangível ou financeira. Essa avaliação desempenha um papel vital no contexto dos negócios, permitindo que empreendedores tomem decisões embasadas e informadas sobre seus ativos e investimentos.

No âmbito do futebol, o valuation se torna uma técnica ainda mais complexa, pois envolve uma ampla gama de variáveis que vão desde a performance esportiva do clube até fatores econômicos e de mercado. A determinação do valor de um clube de futebol requer uma análise minuciosa e multidisciplinar que considera não apenas o valor intrínseco da marca, mas também o potencial de retorno no futuro, alicerçado em diversas variáveis que impactam o setor esportivo e financeiro.

Dessa forma, para a realização deste Trabalho Final de Curso, foram utilizados os seguintes métodos:

4.3.1 Multivariado de Tom Markham

O Modelo Multivariado de Tom Markham (2013), desenvolvido em 2013, apresenta uma abordagem abrangente para a avaliação do valor de mercado de clubes de futebol. Este método leva em consideração uma variedade de fatores que influenciam o valor desses clubes. Dentre os fatores considerados, foram encontrados os seguintes valores para receita líquida, o Patrimônio líquido, o lucro líquido, a taxa de ocupação do estádio e a relação salarial conforme a Tabela 4, a seguir:

Tabela 4 - Dados Relevantes

Ano	2022
Receita Líquida (em milhares de Reais)	328.920
Patrimônio Líquido (em milhares de Reais)	(263.936)
Lucro Líquido (em milhares de Reais)	7.060
Média de Público (em milhares)	31
Capacidade (em milhares)	84
Folha Salarial (em milhares de Reais)	208.711

Fonte: Elaborado pelos autores

Os valores de Receita Líquida, Lucro Líquido e Folha Salarial foram obtidos a partir do Demonstrativo de Resultados (DRE) de 2022. Já o Patrimônio Líquido foi extraído do Balanço Patrimonial da mesma data.

A média de público foi calculada com base no público presente nos jogos em que o clube atuou como time mandante durante o ano de 2022. Conforme informações da Tabela 5, o público presente total foi de 581.937 e a média de público presente encontrada é de 30.628.

Tabela 5 - Indicadores Brasileirão 2022

Indicadores 2022	
Brasileirão	
Total de jogos	19
Total de jogos no Maracanã	17
Total de jogos no Raulino de Oliveira	2
Público Presente Total	581.937
Público Presente Total no Maracanã	566.661
Público Presente Total no Raulino de Oliveira	15.276
Média de Público Presente	30.628
Média de Público Presente no Maracanã	33.333
Média de Público Presente no Raulino de Oliveira	7.638

Fonte: Elaborado pelos autores

Para a capacidade do estádio, foi utilizada a média ponderada entre a capacidade de ambos os estádios jogados pelo o clube no ano de 2022. O Fluminense jogou como mandante 19 jogos, sendo 17 jogos no estádio do Maracanã e 2 jogos no estádio Raulino de Oliveira. Dessa forma, a capacidade encontrada é de 84.421, como apresentado na Tabela 6.

Tabela 6 - Capacidade dos Estádios

Estádios	Capacidade
Maracanã	92.000
Raulino de Oliveira	20.000
Média Ponderada	84.421

Fonte: Estatísticas Fluminense

Aplicando os valores na fórmula do modelo multivariado de Tom Markham (2013), foi encontrado o valor de 37,953 milhões de reais para o Fluminense Football Club. Ao somar esse valor com o valor da Dívida Líquida, já encontrado previamente, de R\$ 611,7 milhões, é possível encontrar o valor da firma, que será futuramente comparado com o outro valor encontrado pelo Método de Fluxo de Caixa Descontado.

4.3.2 Fluxo de Caixa Descontado

Após a análise das demonstrações financeiras atuais e passadas do Fluminense, é necessário realizar estimativas das projeções futuras para os resultados do clube. Em seguida, por meio do método de *Valuation* selecionado, buscar um valor justo para o Fluminense. É importante ressaltar que as projeções para o futuro abrangerão um período de cinco anos, cobrindo os anos de 2023 a 2027 e que a taxa de crescimento ao ano para cada variável a ser considerada foi a média de crescimento ao ano dos últimos cinco anos (2018-2022).

A Tabela 7, abaixo, mostra como ficou o DRE parcialmente projetado:

Tabela 7 - DRE Parcialmente Projetado

DRE Projetado (mil R\$)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Receita operacional líquida	360.503	395.118	433.057	474.639	520.213
Total dos custos e despesas operacionais	(318.245)	(346.795)	(377.906)	(411.808)	(448.751)
Superávit antes do resultado financeiro	42.257	48.323	55.151	62.831	71.462

Fonte: Elaborado pelos autores

Conforme apresentado anteriormente, o método de Valuation aplicado seguirá o modelo de Fluxo de Caixa Livre que utiliza o lucro operacional como base. Na tabela acima, o Lucro Operacional ou EBIT é representado pela variável Superávit antes do resultado financeiro.

Aplicando o EBIT projetado a fórmula do fluxo de caixa livre da empresa, obtém-se o Fluxo de Caixa Projetado, conforme a tabela apresenta abaixo:

Tabela 8 - Fluxo de Caixa Livre projetado

FLUXO DE CAIXA PROJETADO (em milhares de Reais)	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBIT - RESULTADO OPERACIONAL	36.874	42.257	48.323	55.151	62.831	71.462
(+) DEPRECIAÇÃO	4.398	5.051	5.802	6.663	7.653	8.790
(-) VARIAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO		(11.844)	(11.799)	(10.505)	(11.673)	(11.633)
(-) INVESTIMENTO BRUTO DE CAPITAL (CAPEX)		(1.936)	(2.715)	(3.605)	(4.624)	(5.789)
FLUXO DE CAIXA LIVRE		33.529	39.611	47.704	54.187	62.831

Fonte: Elaborado pelos autores

A variação no Capital de Giro de um determinado ano é calculada pela diferença entre a Necessidade de Capital de Giro (NCG) deste ano e do ano anterior. A NCG, por sua vez, é derivada da diferença entre o Ativo Circulante Operacional, excluindo o efeito caixa, e o Passivo Circulante Operacional, sem considerar empréstimos.

Para estimar as projeções dos Ativos Circulantes Operacionais, foi utilizado o uso de um índice denominado Rotação do Contas a Receber (RCR). Esse índice é calculado dividindo o valor do Contas a Receber que representa o Ativo Circulante Operacional pela Receita. Nesse caso, foi utilizado como base apenas o RCR de 2022. Assim, foi aplicado o RCR de 2022 para obter as projeções dos Ativos Circulantes Operacionais, conforme ilustrado na Figura abaixo:

Tabela 9 - Cálculo do Rotação do Contas a Receber

Receita Operacional Líquida (em milhares de Reais)	328.920
Ativo Circulante Operacional (em milhares de Reais)	64.453
Contas a receber (em milhares de Reais)	8.110
Contas a receber na transferência de jogadores (em milhares de Reais)	46.288
Adiantamentos a fornecedores (em milhares de Reais)	7.341
Outros ativos (em milhares de Reais)	2.714
Rotação do Contas a receber (2022)	0,1960

Fonte: Elaborado pelos autores

Tabela 10 - Cálculo do Ativo Circulante Operacional (milhares de Reais)

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Receita Líquida	328.920	360.503	395.118	433.057	474.639	520.213
Rotação Contas a Receber 2022		0,19595	0,19595	0,19595	0,19595	0,19595
Ativo Circulante Operacional	64.453	70.642	77.425	84.859	93.007	101.938

Fonte: Elaborado pelos autores

Já o Passivo Circulante Operacional foi projetado através da projeção da taxa IPCA do relatório Focus de 20/10/2023, exceto as contas: “Contas a pagar na transferência de jogadores”, “contas a pagar oriundos de acordos judiciais” e “Adiantamentos recebidos”, que foram projetados com o mesmo percentual de crescimento da receita. Foram utilizadas as taxas de inflação projetadas para cada ano, respectivamente. A Tabela 11, abaixo, apresenta a previsão do IPCA de da Selic segundo relatório Focus e a Tabela 12 apresenta a previsão do passivo circulante:

Tabela 11 - Estimativas de IPCA e Selic do Relatório Boletim Focus

Projeções Focus	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
IPCA	4,65%	3,87%	3,50%	3,50%	3,00%
SELIC	11,75%	9%	8,50%	8,50%	8,50%

Fonte: Relatório Boletim Focus 20/10/2023

Tabela 12 - Cálculo do Passivo Circulante Operacional

Passivo Circulante Operacional (em milhares de Reais)	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Fornecedores e outras obrigações	10.488	10.236	9.991	9.751	9.517	9.288
Contas a pagar na transferência de jogadores	27.675	30.332	33.245	36.437	39.936	43.770
Tributos parcelados	28.298	29.614	30.760	31.837	32.951	33.939
Obrigações trabalhistas	42.002	43.955	45.656	47.254	48.908	50.375
Direitos de imagem a pagar	8.176	8.556	8.887	9.198	9.520	9.806
Tributos a recolher	20.025	20.956	21.767	22.529	23.318	24.017
Encargos sociais	26.145	27.361	28.420	29.414	30.444	31.357
Contas a pagar oriundos de acordos judiciais	54.567	59.806	65.549	71.843	78.741	86.302
Adiantamentos recebidos	40.228	44.091	48.324	52.964	58.050	63.624
Outros passivos	2.127	2.856	3.747	3.057	2.722	2.191
TOTAL	259.731	277.764	296.346	314.285	334.106	354.670

Fonte: Elaborado pelos autores

Após a realização de todas as projeções e cálculos, a tabela 13 apresenta o resultado encontrado para as projeções de Necessidade de Capital de Giro e a variação em cada ano:

Tabela 13 - Cálculo da Necessidade de Capital de Giro

NCG (em milhares de Reais)	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Receita Operacional líquida		360.503	395.118	433.057	474.639	520.213
Ativo Circulante Operacional		70.642	77.425	84.859	93.007	101.938
Passivo Circulante Operacional		277.764	296.346	314.285	334.106	354.670
Necessidade de Capital de Giro	(195.278)	(207.122)	(218.921)	(229.426)	(241.099)	(252.732)
Variação do Capital de Giro		(11.844)	(11.799)	(10.505)	(11.673)	(11.633)

Fonte: Elaborado pelos autores

O Investimento Bruto de Capital (CAPEX) foi calculado através da diferença entre a depreciação e a variação do Imobilizado. Enquanto isso, o Imobilizado e a depreciação foram calculados como foram as receitas e custos operacionais: Foi tirada uma média de crescimento ou decrescimento ao ano nos últimos 5 anos e a projeção seguiu o comportamento das contas nesses últimos 5 anos. A Tabela 14, abaixo, apresenta o valor encontrado para a projeção do CAPEX:

Tabela 14 - Cálculo do CAPEX

CAPEX (em milhares de Reais)	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
IMOBILIZADO	335.516	332.400	329.314	326.255	323.226	320.224
Variação do Imobilizado		(3.116)	(3.087)	(3.058)	(3.030)	(3.002)
Depreciação	4.398	5.051	5.802	6.663	7.653	8.790
CAPEX		1.936	2.715	3.605	4.624	5.789

Fonte: Elaborado pelos autores

Dado que já foram obtidas as informações sobre os fluxos de caixa futuros, o próximo passo consiste em determinar a Taxa de Desconto a ser aplicada sobre esses fluxos.

A Taxa de Desconto a ser aplicada neste estudo de caso é de 15%. Atualmente, a projeção para a Selic terminal, conforme indicada pelo Focus, é de 8,50%. Devido a natureza de um clube de futebol, onde o nível de risco é considerável, é necessário que a taxa de desconto supere a taxa Selic. Esta decisão é fundamentada, em primeiro lugar, na presença de variáveis altamente incertas no cenário do futebol, aumentando, assim, o risco para potenciais investidores. Além disso, o Fluminense Football Club mantém níveis substanciais de dívidas, e uma taxa de desconto mais elevada reflete adequadamente esse perfil de risco.

Vale ressaltar, por fim, que no Tesouro Selic existem oportunidades para investir dinheiro com retorno atrelado ao CDI, proporcionando taxas atrativas sem exposição significativa ao risco. Portanto, o investimento em um clube de futebol demanda uma taxa de desconto mais elevada, considerando o contexto desafiador e as alternativas de investimento mais seguras disponíveis.

Com a taxa de desconto calculada, é necessário realizar o cálculo do Valor Terminal. O Valor Terminal é o valor estimado dos fluxos de caixa além do último ano de projeção. Dessa forma, é necessário adotar uma taxa de perpetuidade, que será uma taxa de crescimento constante para os fluxos após o período de previsão explícita. O Valor Terminal é, então, o fluxo de caixa do ano terminal com um crescimento em uma taxa fixa.

Para este estudo de caso, foi adotada uma taxa de perpetuidade de 3%. A escolha da taxa de perpetuidade foi baseada na consideração da mediana das projeções de crescimento para o Brasil em 2023. É importante ressaltar que, embora o crescimento médio da indústria do futebol geralmente seja em torno de 6% ao ano, optamos por uma abordagem mais conservadora neste contexto específico. A decisão de adotar uma taxa de 3% para a perpetuidade neste estudo de caso reflete uma postura mais conservadora diante das projeções.

Para a realização das contas, foi utilizado como base o fluxo de caixa projetado em 2027, a taxa de crescimento na perpetuidade e o valor da taxa de desconto, como indica a tabela 15 abaixo:

Tabela 15 - Cálculo do Valor Terminal

Cálculo do Valor Terminal (em milhares de Reais)

Fluxo de Caixa projetado em 2027	62.831
Taxa de crescimento na perpetuidade	3%
Taxa de Desconto	15,0%
Valor Terminal	539.295,98

Fonte: Elaborado pelos autores

Dessa forma, o Valor Terminal encontrado foi de R\$539.295,98.

Após realizar todas as contas acima, é possível trazer a valor presente cada fluxo de caixa encontrado previamente. Para trazer os fluxos a valor presente é necessário descontar do fluxo de caixa a taxa de desconto de cada ano, como mostra a Tabela 16 a seguir:

Tabela 16 - Cálculo do Fluxo de Caixa Livre

Fluxo de Caixa	2023	2024	2025	2026	2027	Perpetuidade
FLUXO DE CAIXA LIVRE	33.529	39.611	47.704	54.187	62.831	539.296
Anos	1	2	3	4	5	5
Taxa de Desconto	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Fluxo de Caixa Descontado (em milhares de Reais)	29.156	29.951	31.366	30.982	31.238	268.125

Fonte: Elaborado pelos autores

Por fim, basta somar os fluxos de caixa descontados visando obter o valor justo do clube. Neste Estudo de Caso, o valor da firma encontrado para o Fluminense Football Club foi de R\$ 420,81 milhões. O valor representa o valor da firma, que é representado pela soma do valor de mercado do clube com o valor da dívida líquida.

4.4 Método de Comparação por Múltiplos

Visando entender se o *valuation* encontrado está justo, caro ou barato, foi utilizado o método de comparação por múltiplo. Como dito previamente, para o caso de clubes de futebol, o múltiplo mais adequado é o EV / Receita Líquida. Dessa forma, esse tópico busca comparar o múltiplo EV / Receita Líquida encontrado em cada modelo com os múltiplos de venda do Cruzeiro Esporte Clube e do Botafogo de Futebol e Regatas. Os múltiplos dos clubes citados foram encontrados na reportagem de Cesar Grafietti, “Botafogo e Cruzeiro: caros ou baratos?”.

Um múltiplo EV / Receita Líquida mais elevado significa que o clube é mais caro. Além disso, vale ressaltar que, para cada método de *valuation*, é necessário calcular um múltiplo diferente.

4.4.1 Método de Comparação por Múltiplos (Tom Markham)

Para começar a calcular, é necessário, primeiramente, calcular o *Enterprise Value*. O *Enterprise Value* é a soma do valor encontrado através do *valuation*, pelo modelo Multivariado de Tom Markham (2013), com o endividamento líquido do clube. A receita líquida foi retirada do DRE do clube referente a 2022.

A Tabela 17, abaixo, mostra os valores consolidados:

Tabela 17 - Método de Comparação por Múltiplo (Tom Markham)

(em milhares de Reais)	Enterprise Value	Valor de Mercado	Dívida Líquida	Receita Líquida
Tom Markham	649.654	37.953	611.701	328.920

Fonte: Elaborado pelos autores

Após o cálculo do *Enterprise Value*, basta dividi-lo pela Receita Líquida, a fim de obter o múltiplo EV / Receita Líquida. Pelo modelo de Tom Markham (2013), o valor encontrado foi de 1,98.

4.4.2 Método de Comparação por Múltiplos (Fluxo de Caixa Descontado)

Já pelo método de Fluxo de Caixa Descontado, o valor encontrado através da fórmula já é o Enterprise Value. Assim, basta dividir o valor encontrado pela receita líquida do Fluminense Football Club, encontrando o resultado como demonstra a Tabela 18 a seguir:

Tabela 18 - Método de Comparação por Múltiplo (Fluxo de Caixa Descontado)

(em milhares de Reais)	Enterprise Value	Valor de Mercado	Receita Líquida
FCD	420.818	420.818	328.920

Fonte: Elaborado pelos autores

Após contas, é possível encontrar o valor do múltiplo EV / Receita líquida de 1,28 pelo *valuation* através do Método de Fluxo de Caixa Descontado.

4.4.3 Comparação com o Mercado Brasileiro

O mercado brasileiro ainda está atrasado em relação às SAFs. São poucos clubes que foram vendidos e ainda menos clubes em processo de negociação. Dessa forma, foram escolhidos os clubes de futebol, Botafogo e o Cruzeiro. Para a comparação, cada clube foi comprado por John Textor e Ronaldo Fenômeno, respectivamente.

Através da reportagem de Cesar Grafietti é possível encontrar múltiplos para clubes vendidos no exterior, porém, para este Estudo de Caso, foram utilizados apenas os múltiplos dos clubes brasileiros, com o objetivo de tornar a análise realista.

A tabela 19 abaixo mostra os múltiplos EV / Receita Líquida dos clubes citados, assim como do Fluminense Football Club por Tom Markham (2013) e pelo Método de Fluxo de Caixa Descontado:

Tabela 19 - Comparação com o Mercado Brasileiro

Clube	Cruzeiro	Botafogo	Fluminense (FCD)	Fluminense (Tom Markham)
Múltiplo EV / Receita	3,1	4	1,28	1,98

Fonte: Elaborado pelos autores

O múltiplo EV / Receita Líquida é uma métrica que busca comparar o valor da empresa com sua receita. Dessa forma, é utilizado para avaliar e fornecer informações sobre a eficiência operacional e a qualidade dos ativos de uma empresa. Um múltiplo mais baixo indica que a empresa está sendo avaliada de forma mais atraente.

Como visto acima, o *valuation* pelo modelo Multivariado de Tom Markham (2013) resultou em um *valuation* barato, de 1,98x, quando comparado com os demais clubes brasileiros. De acordo com o modelo, o múltiplo do Cruzeiro, de 3,1x e do múltiplo do Botafogo, 4,0x, é possível dizer que através do *valuation* de Tom Markham (2013), o Cruzeiro foi negociado a um preço 50% superior ao do Fluminense, enquanto o Botafogo foi negociado a um preço 100% superior. Isso indica que as receitas líquidas dos clubes em comparação foram mais elevadas do que a do Fluminense ou o EV foi mais baixo.

No contexto da aplicação do modelo de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) com o objetivo de determinar o múltiplo EV/Receita Líquida, é necessário utilizar o preço da firma justo calculado através do método FCD, de R\$420,82 milhões. Ao substituir o valor do modelo de Tom Markham (2013), de R\$ 649,65 milhões, pelo *valuation* do FCD, somar o

valor da dívida líquida e dividir pela receita líquida no período de 2022, é possível encontrar um valor de 1,28x para o múltiplo EV / Receita líquida.

Este resultado sugere que, em comparação com outros clubes brasileiros recentemente negociados, o modelo proposto indica uma precificação mais conservadora. Uma análise comparativa através do Múltiplo EV/Receita Líquida revela que ambos os modelos resultam em valores inferiores aos observados nas transações envolvendo o Cruzeiro e o Botafogo. Essa constatação sugere que a avaliação de clubes de futebol demanda abordagens distintas, uma vez que muitos desses clubes possuem valor de marca não incorporado nos cálculos de *valuation*.

5. Conclusão

Mesmo diante das complexidades inerentes à natureza de um clube de futebol, este estudo de caso teve como objetivo, por meio da aplicação de métodos de *Valuation*, realizar uma comparação entre as metodologias de *Valuation* para os clubes de futebol, neste caso do Fluminense Football Club, categorizado legalmente como uma organização sem fins lucrativos.

Após uma análise baseada nos conceitos de Contabilidade Gerencial, que contribuíram para a abordagem da análise fundamentalista, e também, uma descrição do cenário administrativo atual do Fluminense, bem como suas perspectivas de crescimento futuro, foram aplicados três métodos distintos de *Valuation*: o Método de Tom Markham (2013), o Fluxo de Caixa Descontado e o Método de Comparação por Múltiplos.

O Método de Tom Markham e o método de Fluxo de Caixa Descontado foram utilizados para encontrar o *valuation* justo para o clube e o método de Avaliação por Múltiplos foi utilizado para comparar os *valuations* encontrados com os preços de venda de dois clubes brasileiros que, recentemente, foram comprados: Botafogo de Futebol e Regatas e Cruzeiro Esporte Clube.

Assim, foi possível notar que ambos métodos, Tom Markham (2013) e Fluxo de Caixa Descontado, encontraram valores inferiores aos valores dos clubes brasileiros analisados. Isso indica que tanto o modelo de Tom Markham (2013), que utiliza variáveis do mundo do futebol, como folha salarial e porcentagem do estádio cheio, como o modelo de Fluxo de Caixa Descontado, são insuficientes para a precificação de clubes de futebol.

É importante destacar que, embora os valores encontrados sigam os métodos aplicados, o *valuation* pode não ser muito preciso, uma vez que, há variáveis imprevisíveis e no contexto de futebol, a conquista de títulos e demais premiações podem significar uma valorização expressiva da marca e dos jogadores, com a capacidade de gerar retornos significativos e não previsíveis em termos de receitas e lucros futuros. A limitação em abordar integralmente esse aspecto ressalta a natureza dinâmica e imprevisível do cenário esportivo em geral.

Nesse sentido, para aprimorar futuras análises, é recomendável incorporar métricas não financeiras que possam oferecer uma compreensão mais abrangente e precisa do valor justo do clube. Aspectos intangíveis, como a lealdade da torcida e a presença de marca, podem desempenhar um papel crucial na determinação do valor real do clube.

Além disso, a inserção de uma análise probabilística de vitórias em jogos pode ser interessante, visto que as premiações das competições são expressivas e, caso o clube tenha sucesso ao longo dos campeonatos disputados, pode afetar diretamente o valor justo encontrado.

6. Referências Bibliográficas

Banco Central do Brasil. **Focus - Relatório de Mercado.** Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>> Acesso em: 29, out 2023.

Botafogo. **Portal da Transparência.** Disponível em: <https://www.botafogo.com.br/transparencia/balanco.php> Acesso em: 09, nov 2023

Infomoney. **Botafogo e Cruzeiro: caros ou baratos?.** Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/colunistas/cesar-grafietti/botafogo-e-cruzeiro-caros-ou-baratos/>. Acesso em 10, out. 2023

IBGE. **Falta de tempo e de interesse são os principais motivos para não se praticar esportes no Brasil.** Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/15128-falta-de-tempo-e-de-interesse-sao-os-principais-motivos-para-nao-se-praticar-esportes-no-brasil>. Acesso em: 10, out. 2023

CARDOSO, C. P.; COSTA, M. C.; BRUTTI, T. A.; SCHEFFER, D. da C. D. (2022). **A CRIAÇÃO DA SOCIEDADE ANÔNIMA DO FUTEBOL E A APLICAÇÃO DA LEI 11.101/2005.** Revista Ilustração, [S. l.], v. 3, n. 1, 2022. DOI: 10.46550/ilustracao.v3i1.76. Disponível em: <https://journal.editorailustracao.com.br/index.php/ilustracao/article/view/76>. Acesso em: 10 nov. 2023.

Creswell, J. W. (2013). **Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches.**

Cruzeiro SAF Demonstrações Financeiras 2022. Disponível em: <https://cruzeiro.com.br/media/pdfs/2022_SAF%20Cruzeiro_DFs_encrypted_.pdf> Acesso em: 09, nov 2023.

Estatísticas Fluminense. Disponível em: <<https://www.fluzao.xyz/estadio>> Acesso em: 16, nov 2023.

Fluminense Football Club. **A História.** Disponível em: <<https://www.fluminense.com.br/sobre/a-historia>> Acesso em: 09, nov 2023.

Fluminense. **FLUMINENSE TEVE 33.960 DE MÉDIA DE PÚBLICO NO MARACANÃ EM 2022.** Disponível em: <<https://www.fluminense.com.br/noticia/fluminense-teve-33-960-de-media-de-publico-no-maracana-em-2022>> Acesso em: 15, out 2023.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 4a ed. São Paulo: Atlas, 2002.

HERNANDEZ, Luã. **Os atrativos do modelo da SAF do Cruzeiro em relação aos outros clubes-empresa no Brasil.** 2021. Disponível em: <<https://gauchazh.clicrbs.com.br/esportes/noticia/2021/12/os-atrativos-do-modelo-da-safdo-cruzeiro-em-relacao-aos-outros-clubes-empresa-no-brasilckxi65bt500a30188hugjy0ou.htm>> Acesso em 13 nov 2023.

Lynch, Peter. (1989). **One Up on Wall Street: How to Use What You Already Know to Make Money in the Market.**

McKinsey & Company. (2020). **"Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies."**

Napoleão, Antonio Carlos. (2003). **Fluminense Football Club - Historia, Conquistas E Glorias No Futebol.**

NETO, A. **Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas.** São Paulo: Editora Atlas S.A. 1 a Edição, 304p. 2014

GE. **Maiores torcidas do Brasil: veja evolução de pesquisas de 1993 a 2019.** Disponível em: <<https://ge.globo.com/futebol/noticia/maiores-torcidas-do-brasil-veja-evolucao-de-pesquisas-de-1993-a-2019.ghtml>> Acesso em: 15, abr. 2023.

PIZZOLATO, Nélio Domingues. **Introdução à Contabilidade Gerencial.** 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2012

Portal da Transparência. **Portal da Transparência do Fluminense Football Club.** Disponível em: <<https://transparenciafluminense.com.br/public/lista/70/financas/demonstracoes-financeiras-a-partir-de-2010>> Acesso em: 15, out 2023.

PÓVOA, ALEXANDRE. (2012). **Valuation: Como precificar ações**. 1a edição, 2a reimpressão. Rio de Janeiro: Elsevier Ed.

Robert D. Kaplan. (1984). **"Relevance Lost: The Rise and Fall of Management Accounting"**.

Solntsev, I. (2014). **Application of income approach for valuation of football club**

Sport Track. **Estudo mostra concentração e estagnação de receitas nos clubes brasileiros**.

Disponível

em:<<https://epocanegocios.globo.com/Economia/noticia/2022/06/epoca-negocios-estudo-mostra-concentracao-e-estagnacao-de-receitas-nos-clubes-brasileiros.html>>Acesso em:15, abr. 2023.

THEODORSON, G. A. & THEODORSON, A. G. **A modern dictionary of sociology**. London, Methuen, 1970.

Tom Markham. (2013). **What is the optimal method to value a football club**

Yin, Robert K.. (2014). **Case Study Research Design and Methods** (5th ed.).