



GRAFIETTI, CESAR

Finance & Mgmt Consulting

Valuation no Futebol

- i. O que é valuation?**
- ii. Qual a importância para o futebol?**
- iii. Impacto das Dívidas**
- iv. Métodos de Valuation (DCF, Markham, Múltiplos)**
- v. Importância do business plan (projeção) bem feito**
- vi. Projeção de Receitas & Custos/Despesas e Investimentos: impacto da performance, da venda de atletas, das premiações.**
- vii. Definindo o perímetro da transação: cash in, cash out, obrigações de investimentos**
- viii. Quem se apropria da valorização do ativo no tempo?**

O que é Valuation

Diferença entre Valor e Preço

Valuation: estimativa do valor de um negócio.

Valor ≠ Preço

Valor: o número que reflete uma análise técnica sobre o futuro da empresa, e quanto ela é capaz de retornar a seu acionista.

Preço: quanto o vendedor quer receber pelo seu negócio.

Valor x Preço

Valor: zero



Preço: R\$ 20 mil

Definir, de maneira técnica, quanto vale o ativo, reduzindo a subjetividade do preço.

Assim, o investidor entende a capacidade de crescimento do negócio e define sua atratividade.

É a mesma coisa: para negociar um clube é preciso saber quanto vale e qual o preço pedido.

O que difere é o momento e a estrutura societária original dos clubes.

No Brasil as associações não podem distribuir resultados ou valores para seus associados.

Só uma empresa pode.

Então, em fase de constituição de SAF, falar em valuation é apenas um componente do processo. O importante é negociar o quanto será investido no tempo, e onde.

Como se chega ao valor de um ativo

Tudo nasce no conceito de um balanço patrimonial.

Todas as partes que fazem o negócio funcionar. No futebol, são os atletas, as infraestruturas, os valores a receber e o caixa.



São todas as dívidas com terceiros, e que sustentam a operação.

É a parte de capital próprio que sustenta o negócio.

O **VALUATION** quer estimar o valor do **ATIVO**, para chegar no **PATRIMÔNIO**, que é a parte que cabe ao acionista. Logo:

$$\begin{aligned} &\textbf{Ativo} \\ &(-) \textbf{Passivo} \\ &= \textbf{Patrimônio} \end{aligned}$$

Significa que, tão importante quando saber definir o valor do ativo, é conseguir mapear e identificar as dívidas que reduzem o valor do patrimônio. Quanto mais dívidas, menos sobra para o acionista.

Métodos de Valuation para o Futebol



Fluxo de Caixa Descontado

Método tradicional onde se verifica os fluxos de caixa futuros do clube, trazendo-os a valor presente por uma taxa desconto.

Como se faz

Projeta-se os próximos 5 ou 10 anos do fluxo de caixa de um ativo.

Traz os valores de Fluxo de Caixa Livre (aquilo que sobra para o acionista antes de pagar dívidas e seus custos) considerando uma taxa de atratividade (custo do capital do investidor).

Calcula-se uma Perpetuidade a partir de uma expectativa de crescimento do fluxo de caixa no tempo.

A soma desses valores é o VALOR DA FIRMA, ou o ATIVO. Se deduzirmos a dívida (PASSIVO), chegamos ao VALOR DO CAPITAL (PATRIMÔNIO).

Markham

Criado por Tom Markham, o modelo tenta capturar variáveis específicas da indústria.

Como se faz

Valor do Clube =

(Receitas + Ativos Líquidos)

X

$((\text{Lucro Líquido} + \text{Receitas}) / \text{Receitas})$

X

$(\% \text{ Ocupação do estádio}) / (\% \text{ Remuneração/Receitas})$

Múltiplo de Receitas

As receitas contêm todas as movimentações de um clube (infraestrutura, impactos da torcida, tamanho, atletas). E, se mais receitas tornam o clube mais competitivo, então definem-se múltiplos que representem esta competitividade.

Como se faz

Os múltiplos variam com o tamanho da receita.

- Europa: entre 1,10x e 3,5x
- Brasil: entre 0,95x e 4,5x

Basta aplicar o múltiplo sobre o total de receitas.

Fluxo de Caixa Descontado



Valor Presente
do Fluxo de
Caixa Futuro

=

Soma dos fluxos de caixa futuros

(1+Taxa de desconto)ⁿ

Taxa de Desconto: Custo de Capital ajustado ao risco
n: número de anos projetados

Fluxo de Caixa projetado Clube XYZ FC

R\$ mil	2025	2026	2027	2028	2029
Receitas Brutas	220.986	230.271	239.385	249.030	259.544
(-) Deduções	(19.125)	(19.929)	(20.717)	(21.552)	(22.462)
Receitas Líquidas	201.861	210.342	218.668	227.478	237.082
(-) Custos Operacionais (ex-Amortiz/Deprec)	(181.675)	(178.791)	(164.001)	(159.234)	(165.958)
= Lucro Bruto	20.186	31.551	54.667	68.243	71.125
(-) Despesas Operacionais	(11.146)	(11.597)	(12.041)	(12.501)	(12.978)
= Lucro Operacional (EBITDA)	9.040	19.954	42.626	55.742	58.146
(+/-) Outras Receitas e Despesas	0	0	0	0	0
= Fluxo de Caixa das Operações	9.040	19.954	42.626	55.742	58.146
Variação de Capital de Giro	20.379	(4.796)	(7.590)	(3.755)	1.484
CapEx	(1.000)	(1.040)	(1.080)	(1.121)	(1.000)
Investimentos em Atletas	(26.964)	(20.804)	(21.595)	(22.413)	(23.262)
= Fluxo de Caxa Livre para o Acionista	1.456	(6.686)	12.362	28.454	35.368
Perpetuidade					283549
Valor dos Fluxos de Caixa	1.456	(6.686)	12.362	28.454	318.916
Valor Presente dos Fluxos de Caixa	191.228				

WACC	Custo de Capital de Terceitos (Selic)	13.47%
Ke	Taxa do Custo de Capital Próprio	12.70%
E	Patrimônio Líquido	66482,1
Kd	Taxa do Custo de Capital de Terceiros	13.75%
D	Dívida (bancos/Impostos Parcelados/Clubes)	185767

Kd	Taxa do Custo de Capital de Terceiros	13,8%
txJ	Taxa de Juros de Empréstimos	13,75%
IR + CSLL	Alíquota de IR e CSSL	0

PERPT	Perpetuidade	283549
g	Taxa de Crescimento (IPCA médio 5 anos projeção (4,27%))	1,00% -

Modelo de Markham para o EC Bahia

R\$ mil	2017	2018	2019	2020	Média	Mediana
Receitas	117.638	148.274	183.955	163.000	153.217	155.637
Ativos Líquidos	(107.739)	(93.301)	(81.300)	(125.439)	(101.945)	(100.520)
Superávit	(8.692)	4.481	3.881	(49.936)	(12.567)	(2.406)
Taxa Ocupação Estádio	39%	35%	50%	40%	41%	40%
Salários	54.300	62.400	81.800	91.400	72.475	72.100

Valuation	7.746	47.101	117.862	18.586	40.796	46.270
-----------	-------	--------	---------	--------	--------	--------

Modelo de Markham para o EC Bahia com Ativos Líquidos Ajustados

R\$ mil	2017	2018	2019	2020	Média	Mediana
Receitas	117.638	148.274	183.955	163.000	153.217	155.637
Ativos Líquidos	1	1	1	1	1	1
Superávit	(8.692)	4.481	3.881	(49.936)	(12.567)	(2.406)
Taxa Ocupação Estádio	39%	35%	50%	40%	41%	40%
Salários	54.300	62.400	81.800	91.400	72.475	72.100

Valuation	92.051	127.042	211.208	80.654	121.912	130.655
-----------	--------	---------	---------	--------	---------	---------

		MÚLTIPLOS		
Tier 1	Receita	Mín	Média	Max
	418.700	3,40	3,75	4,09
	393.790			
	368.879			
Intervalo A		2,93	3,23	3,52
Tier 2	298.464	2,37	2,61	2,85
	274.798			
	251.132			
Intervalo B		1,98	2,18	2,39
Tier 3	206.383	1,63	1,80	1,96
	189.057			
	171.730			
Intervalo C		1,35	1,49	1,63
Tier 4	120.455	0,95	1,05	1,14
	110.257			
	100.058			

4 ANOS

	2017	2018	2019	2020	Média	Mediana	Múltiplos
RECEITAS	117.638	148.274	183.955	162.600	153.117	155.437	Intervalo C
Mínimo	111.756	200.821	299.672	220.224	207.380	210.523	1,35
Médio	123.147	221.291	330.217	242.671	228.518	231.981	1,49
Máximo	134.538	241.760	360.763	265.119	249.656	253.439	1,63

R\$ milhões

Importante: qualidade da informação

Fluxo de Caixa Descontado

Fazer uma boa projeção, considerando corretamente o comportamento das receitas no tempo, os custos efetivos caixa e mapeando corretamente as dívidas.

Utilizar os indicadores de Custo de Capital e Custo da Dívida (WACC) adequados, bem como a taxa de crescimento na perpetuidade.

Markham

Ter os dados corretos para fazer os cálculos. Nem tudo é receita da atividade, ainda que possam ser não-recorrentes. Venda de atletas, por exemplo, não é recorrente, mas é presente nos clubes e faz parte da operação.

Importante: tem menor aplicação no Brasil, por conta dos patrimônios negativos, que transformam o ativo líquido em valor negativo.

Múltiplos

Reconhecer corretamente as receitas, e aplicar o múltiplo adequado ao porte do clube.

Outros itens que **não devem** fazer parte do cálculo



ATIVOS FIXOS

No futebol há muita discussão sobre o valor dos ativos operacionais. Teoricamente eles já estão dentro dos ativos, geram receita e compõem o fluxo de caixa. Ter um bom CT ou Estádio é uma qualidade adicional, mas teoricamente não deveria entrar no cálculo como valor adicional.

O que pode entrar são terrenos e ativos não operacionais.

MARCAS

Não faz sentido calcular valor de marca. A marca, no futebol, está valorizada por quanto a torcida gera de valor aos clubes, via contratos de TV, bilheteria, sócio torcedor, publicidade.

TAMANHO DA TORCIDA

Já está quantificado nas receitas. Não dá para dizer que tem 50 milhões de torcedores se a audiência é baixa, o estádio está vazio, tem 5 mil sócios torcedores e os patrocinadores não obtêm retorno.

O valor vem do bom trabalho



“Se bem trabalhado o novo dono pode ganhar muito dinheiro e aumentar o valor do ativo. Por isso tem que pagar mais agora”.

Dirigente Brasileiro

Verdade.

Por isso o clube tem que ser vendido pelo que os atuais dirigentes conseguem extrair de valor, e o *upside*, fruto da melhor gestão, será do novo dono.

Para onde vai o dinheiro?

O dinheiro vai para o vendedor, que entrega o clube ao comprador. O dinheiro pode ser cash in, com diluição, ou cash out, com troca pelas ações.



Vendedor - SAF



Comprador



Uma associação não tem como distribuir dinheiro aos sócios. Logo, o dinheiro é sempre cash in.



Vendedor - Associação

Cash in: dinheiro que entra no ativo.

Cash out: dinheiro que vai para o bolso do vendedor.

Logo, como as associações devem pensar?

Projeto de Investimentos

Não faz sentido pensarem valuation de uma associação, mas de **projeto de investimentos**.

Projeto de investimentos deve considerar:

- Solução do endividamento
- Investimentos em infraestrutura
- Reformulação do elenco profissional
- Investimento em tecnologia

Por que?

- Porque clubes de futebol terão valuation baixo, por conta do histórico de comportamento administrativo, que extrai menos que o potencial real.

Mas não vale para nada?

- Vale, nos casos de clubes estruturados, cujo valuation pode balizar o projeto de investimentos.